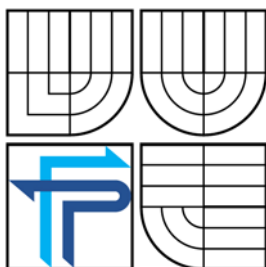


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMY

OPTIMALIZACE PORTFOLIA DROBNÉHO INVESTORA

SMALL INVESTOR PORTFOLIO OPTIMALIZATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

BC. JAN HUBER

VEDOUČÍ PRÁCE
SUPERVISOR

DOC. ING. ZDENĚK SOJKA, CSC.

BRNO 2008

Zadání – list vložen

LICENČNÍ SMLOUVA POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Bc. Jan Huber
Bytem: Švermova 2, 62500, Brno - Bohunice
Narozen/a (datum a místo): 10. 9. 1980, Brno

(dále jen „autor“)

a

2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská
se sídlem Kolejní 2906/4, 612 00, Brno
jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:
doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.
(dále jen „nabyvatel“)

Čl. 1 Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):

- ☐ disertační práce
- ☒ diplomová práce
- ☐ bakalářská práce
- ☐ jiná práce, jejíž druh je specifikován jako

.....

(dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP: Optimalizace portfolia drobného investora

Vedoucí/ školitel VŠKP: doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Ústav: Ústav ekonomiky

Datum obhajoby VŠKP:

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v:

- ☒ tištěné formě – počet exemplářů1.....
- ☒ elektronické formě – počet exemplářů1.....

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

Článek 2

Udělení licenčního oprávnění

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
 - ☒ ihned po uzavření této smlouvy
 - ☐ 1 rok po uzavření této smlouvy
 - ☐ 3 roky po uzavření této smlouvy
 - ☐ 5 let po uzavření této smlouvy
 - ☐ 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

Článek 3

Závěrečná ustanovení

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne:

.....
Nabyvatel

.....
Autor

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá analýzou problému globálního hodnocení vybraných subjektů kapitálového trhu České republiky, stanovuje vnitřní hodnotu akcie a společně s ostatními faktory dává signál investorovi o koupi akcií společnosti. Cílem diplomové práce je usnadnit rozhodování investorů, jež zamýšlí vhodně investovat volné finanční prostředky pomocí kapitálového trhu. Práce zohledňuje konkrétní požadavky stanovené investorem.

Klíčová slova

kapitálový trh, vnitřní hodnota akcie, optimalizace portfolia, fundamentální analýza

Abstract

This master's thesis analyses problems with global classification of chosen subjects on capital market of the Czech Republic, determines inner stock value and with other factors gives the sign to the investor about buying stock of company. The aim of this master's thesis is to help investors with investing free finance resources to the capital market. This thesis takes into account the concrete requirements defined by investor.

Key words

capital market, inner stock value, portfolio optimization, fundamental analyse

Bibliografická citace:

HUBER, J. *Optimalizace portfolia drobného investora*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 112 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č.. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 15. ledna 2008

.....

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval vedoucímu diplomové práce Doc. Ing. Zdeněku Sojkovi, CSc. za odborné vedení, cenné rady a připomínky, kterými přispěl ke zkvalitnění této práce.

OBSAH

ÚVOD.....	12
1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE.....	13
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	15
2.1 Fundamentální analýza.....	16
2.1.1 Makroekonomická analýza.....	17
2.1.2 Odvětvová analýza.....	21
2.1.3 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	21
2.1.4 Finanční analýza společnosti.....	23
2.1.5 Vnitřní hodnota akcie.....	24
3 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE.....	29
3.1 Ekonomický výkon.....	29
3.2 Ceny zboží a služeb.....	30
3.3 Úrokové sazby.....	32
3.4 Nezaměstnanost.....	33
3.5 Fiskální politika (vládní sektor).....	34
3.6 Zahraniční obchod.....	36
3.7 Mezinárodní srovnání základních makroekonomických ukazatelů.....	38
3.8 Dílčí závěr makroekonomické analýzy.....	39
4 ANALÝZA JEDNOTLIVÝCH PODNIKŮ.....	41
4.1 AAA AUTO.....	42
4.1.1 Profil společnosti.....	42
4.1.2 Situace v odvětví.....	43
4.1.3 SWOT analýza.....	44
4.1.4 Finanční situace společnosti.....	45
4.1.5 AAA Auto a kapitálový trh v roce 2007.....	45
4.2 CETV.....	46
4.2.1 Profil společnosti.....	46
4.2.2 Situace v odvětví.....	47
4.2.3 SWOT analýza.....	48
4.2.4 Finanční situace společnosti.....	49

4.2.5	CETV a kapitálový trh v roce 2007	50
4.3	ČEZ	51
4.3.1	Profil společnosti	51
4.3.2	Situace v odvětví.....	52
4.3.3	SWOT analýza.....	54
4.3.4	Finanční situace společnosti	55
4.3.5	ČEZ a kapitálový trh v roce 2007	56
4.4	ECM.....	57
4.4.1	Profil společnosti	57
4.4.2	Situace v odvětví.....	57
4.4.3	SWOT analýza.....	59
4.4.4	Finanční situace společnosti	60
4.4.5	ECM a kapitálový trh v roce 2007.....	61
4.5	ERSTE BANK.....	62
4.5.1	Profil společnosti	62
4.5.2	Situace v odvětví.....	63
4.5.3	SWOT analýza.....	63
4.5.4	Finanční situace společnosti	64
4.5.5	ERSTE BANK a kapitálový trh v roce 2007	65
4.6	KOMERČNÍ BANKA	66
4.6.1	Profil společnosti	66
4.6.2	Situace v odvětví.....	67
4.6.3	SWOT analýza.....	69
4.6.4	Finanční situace společnosti	70
4.6.5	KOMERČNÍ BANKA a kapitálový trh v roce 2007	70
4.7	ORCO	71
4.7.1	Profil společnosti	71
4.7.2	Situace v odvětví.....	72
4.7.3	SWOT analýza.....	74
4.7.4	Finanční situace společnosti	75
4.7.5	ORCO a kapitálový trh v roce 2007	76
4.8	PEGAS NONWOVENS	77

4.8.1	Profil společnosti	77
4.8.2	Situace v odvětví.....	78
4.8.3	SWOT analýza.....	79
4.8.4	Finanční situace společnosti	80
4.8.5	PEGAS NONWOVENS a kapitálový trh v roce 2007	80
4.9	PHILIP MORRIS ČR	81
4.9.1	Profil společnosti	81
4.9.2	Situace v odvětví.....	81
4.9.3	SWOT analýza.....	83
4.9.4	Finanční situace společnosti	84
4.9.5	PHILIP MORRIS a kapitálový trh v roce 2007.....	85
4.10	TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC	86
4.10.1	Profil společnosti	86
4.10.2	Situace v odvětví.....	87
4.10.3	SWOT analýza.....	88
4.10.4	Finanční situace společnosti	89
4.10.5	TELEFÓNICA O2 a kapitálový trh v roce 2007	90
4.11	UNIPETROL	91
4.11.1	Profil společnosti	91
4.11.2	Situace v odvětví.....	92
4.11.3	SWOT analýza.....	93
4.11.4	Finanční situace společnosti	94
4.11.5	UNIPETROL a kapitálový trh v roce 2007	95
4.12	ZENTIVA	96
4.12.1	Profil společnosti	96
4.12.2	Situace v odvětví.....	97
4.12.3	SWOT analýza.....	98
4.12.4	Finanční situace společnosti	99
4.12.5	ZENTIVA a kapitálový trh v roce 2007	100
4.13	Dílčí závěr analýzy jednotlivých podniků	101
5	VNITŘNÍ HODNOTA AKCIÍ	103
5.1	Upravený Gordonův vzorec.....	103

5.2	Výpočet vnitřních hodnot akcií.....	103
6	ZÁVĚR	105
7	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	106
8	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	109
9	SEZNAM TABULEK	110
10	SEZNAM GRAFŮ	111
11	SEZNAM PŘÍLOH.....	112

ÚVOD

Kapitálový trh a obchody s cennými papíry patří v České republice mezi poměrně nové, v minulosti centrálně plánované ekonomiky neznámé fenomény. Jako na každém novém trhu je nutné se zamyslet nad jeho fungováním a rozvojem.

Rozhodnutí o investici do cenných papírů z dlouhodobé perspektivy musí předcházet maximální možné omezení či vyloučení rizika, spojeného s nevhodně alokovanými prostředky. Pro tyto účely lze využít celou řadu existujících analýz, jež poskytují nepřehledné množství dílčích nástrojů k přesným popisům trhu či výhledů do různorodých časových intervalů. Je nutno si uvědomit, že každý z přístupů má jiné požadavky na datovou základnu, jinou podstatu, cíle, sféry zájmu, vypovídací schopnost a použitelnost. Prostřednictvím rozvoje a zdokonalování informačních technologií je na tomto trhu dosaženo zrychlení a zjednodušení prováděných operací, na druhou stranu klade tento pokrok vyšší požadavky na rychlost a na schopnost přístupu k informacím.

Téma z oblasti kapitálových trhů je mi blízké, jde o způsob investování dočasně volných finančních prostředků s nadějí dosažení vyššího výnosu než u tradičních forem. Při úvaze jak nejlépe zhodnotit volné zdroje je ovšem třeba zvolit jejich vhodnou kombinaci.

1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE

Konkrétní investor je potenciální zájemce o koupi akcií, umístěných na Burze cenných papírů Praha. Má zájem umístit své prostředky v dlouhodobém časovém horizontu, nejde tedy o investici spekulativní. Investora lze charakterizovat jako drobného, který chce vhodně umístit finanční prostředky k doplnění svého sestaveného portfolia investic, umístěných i na jiných než kapitálových trzích. Na zakoupení akcií příslušné společnosti nestanovil žádnou časovou lhůtu. Dalším požadavkem investora je co největší likvidita dané akcie. Tomuto kritériu odpovídají akcie umístěné na burze cenných papírů mezi takzvané tzn. „Blue chips“ akciemi tedy nejlikvidnějšími.

Investor chce najít nejvhodnější titul pro investici prostřednictvím analýzy. Této analýze předchází nalezení vhodné metody pro posouzení konkrétního požadavku pomocí dostupných teoretických východisek a stanovení vhodného postupu pro výběr z více možných investic, které odpovídají požadavkům stanovených investorem dle vybraných kritérií. Vlastní práce se pak za pomoci některých nástrojů vhodné analýzy snaží nalézt odpověď na otázku, zda lze doporučit některou ze sledovaných společností pro uskutečnění investice.

Akciové analýzy slouží k prognózování budoucího vývoje. Analytické metody a nástroje umožňují předpovídat budoucí vývoj kurzů, úroků a indexů s cílem prognózovat stav, ve kterém je akciová investice pro investora vhodná. Mezi základní přístupy pro analyzování a výběr akciových instrumentů patří:

- Fundamentální analýza - vychází se z předpokladu, že akcie má svoji vnitřní hodnotu, kterou lze stanovit. Je založená na existenci nadhodnocených, podhodnocených akcií na trhu. Pomocí jejích nástrojů je možno rozhodnout z dlouhodobého hlediska o nákupu cenných papírů. Lze ji rozdělit na jednotlivé složky požadovaného výzkumu a charakterizovat jako komplexní, neboť nezkoumá jen vnitřní hodnotu cenného papíru, ale i celkové ekonomické prostředí a odvětví podniku, který daný cenný papír na trhu nabízí.
- Technická analýza – vychází z publikovaných tržních dat, a to nejen kurzů akcií a indexové hodnoty, ale i objemů zrealizovaných obchodů. Nejdůležitějšími faktory ze kterých se vychází jsou nabídka a poptávka, na jejich základě je pak

tvoreň kurz. Cílem této analýzy je graficky zachytit vývoj kurzů akcií a burzovních indexů, a na základě jejich rozborů a vytvořených grafů zjišťovat budoucí vývoj.

- Teorie efektivních trhů – předpokládá, ovlivňování akciových kurzů, kurzovými informacemi, jako je zisk, ztráta apod., které je-li trh efektivní, jsou rychle absorbovány. Jde tedy o efektivní zpracování nových informací. Akciový kurz představuje vždy objektivní hodnotu, neexistují podhodnocené nebo nadhodnocené akcie.
- Psychologická analýza – vychází z předpokladů, že akciový kurz je ovlivněn psychologii investičního publika, která působí na všechny účastníky trhu. Investoři jsou pod silným tlakem masové psychologie, zejména z krátkodobého hlediska, proto je velmi důležité pro úspěšné obchodování na akciových trzích porozumět masové psychologii, pochopit impulsy, které ovlivňují chování davu (10).

Jde o dlouhodobou investici a proto je nejvhodnější použití fundamentální analýzy, lze ji považovat za nejkomplexnější druh akciové analýzy, neanalyzuje pouze společnost ale i okolí.

Cíl shrnuje získané poznatky a hodnotí, zda je možno pro stanoveného investora doporučit investici do akciových titulů sledovaných společností. Vše na základě výsledků dosažených v praktické části práce.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

Základní funkcí finančního trhu lze popsat následovně - v ekonomickém systému existuje řada subjektů, které se velmi často dostávají do situace, kdy mají buď přebytek, nebo nedostatek finančních prostředků. Systém finančních trhů pak umožňuje tyto finanční prostředky přemísťovat od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním, a to především k těm, které je dokáží co nejefektivněji využít.

Členění tohoto trhu lze provést podle různých hledisek. Nejčastěji používané hledisko dělení trhu je podle délky splatnosti jednotlivých nástrojů finančního trhu, a to na trhy peněžní a trhy kapitálové. Obecně lze ještě k těmto trhům jmenovat ještě další specifické – devizové trhy a trhy drahých kovů.

Výraznou vlastností peněžního trhu je provádění krátkodobých finančních operací. Na tomto trhu se vyskytují subjekty s přechodným přebytkem či nedostatkem peněžních prostředků. V rámci trhu pak dochází ke střetu nabídky a poptávky po finančních prostředcích. Tento trh je tvořen především trhem krátkodobých úvěrů a krátkodobých cenných papírů, splatných zpravidla do jednoho roku.

Kapitálové trhy jsou určeny pro poskytování střednědobých a dlouhodobých úvěrů, nebo pro finanční operace s dlouhodobými cennými papíry. Jejich účastníky pak bývají jednotlivci, podniky, různé finanční instituce, vlády jednotlivých zemí či stále častěji mezinárodní a nadnárodní společnosti, které zde vystupují jako emitenti, investoři nebo zprostředkovatelé. Tyto trhy jsou trhy určeným pro finanční operace s dlouhodobými finančními prostředky, které mají povahu investic.

Vývoj akciových trhů je vždy silně ovlivňován vývojem ekonomiky státu i vývojem celosvětové ekonomiky. Akciové kurzy reagují svými růsty i poklesy na probíhající hospodářské výkyvy příslušné ekonomiky. Z dlouhodobého pohledu lze konstatovat, že kolísání kurzů probíhá podle základního vývojového trendu ekonomického růstu. Lze očekávat neustálý několikaprocentní růst, který je způsoben růstem ekonomické úrovně země. Ze střednědobého pohledu lze vyzorovat vývoj kurzu dle jednotlivých fází hospodářského cyklu. Vzhledem k tomu, že poptávka a nabídka na akciovém trhu závisí od očekávaných výsledků, lze považovat

za prokázanou skutečnost, že vývoj akciových kurzů předbíhá vývoj ekonomického výkonu. Z tohoto hlediska lze považovat tento akciový trh za indikátor dalšího ekonomického vývoje.

2.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je považovaná za nejčastěji používanou metodu při analýze akcií. Je založená na existenci nadhodnocených, podhodnocených akcií na trhu. Pomocí jejích nástrojů je možno rozhodnout z dlouhodobého hlediska o nákupu cenných papírů. Lze ji rozdělit na jednotlivé složky požadovaného výzkumu a charakterizovat jako komplexní, neboť nezkoumá jen vnitřní hodnotu cenného papíru, nýbrž i celkové ekonomické prostředí a odvětví podniku, který daný cenný papír na trhu nabízí (9).

Z hlediska postupu provádění fundamentální analýzy ji lze rozdělit na tři základní části a to:

- ❑ *MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA* - tato část analyzuje ekonomiku jako celek a posuzuje její vlivy na tržní hodnotu akcie,
- ❑ *ODVĚTVOVÁ ANALÝZA* - zabývá se vlivy odvětví, do kterého lze zařadit podnik nabízející cenné papíry na kapitálovém trhu,
- ❑ *ANALÝZA JEDNOTLIVÉ SPOLEČNOSTI* - snaží se kvantitativně ohodnotit nejdůležitější hospodářské parametry daného podniku mající vliv na hodnotu ceny sledovaného podniku.

2.1.1 Makroekonomická analýza

Nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kurzy, jsou právě globální faktory. K provedení této části analýzy lze využít celou řadu nástrojů a ukazatelů makroekonomického prostředí. Je nutné také ovšem posoudit celou řadu mimoekonomických vlivů, které se samozřejmě mohou promítnout do vnitřní hodnoty akcie.

K řádnému a pokud možno co nejkomplexnějšímu provedení je nutno prozkoumat:

- ❑ Ekonomický výkon
- ❑ Výši cen zboží a služeb,
- ❑ Výši úrokových sazeb
- ❑ Ukazatel nezaměstnanosti sledovaného trhu
- ❑ Oblast fiskální politiky státu, vývoj deficitu státního rozpočtu
- ❑ Vztahy k zahraničí vyjádřené bilancí zahraničního obchodu
- ❑ Mezinárodní srovnání základních makroekonomických ukazatelů

Po zjištění těchto parametrů, jejich vlivu mezi sebou i vlivu na celkové fungování a výkonnost sledované ekonomiky, je možno dojít k závěru, zda je vhodné investovat do cenných papírů umístěných na tomto trhu.

2.1.1.1 Ekonomický výkon

Ekonomický výkon můžeme měřit podle celé řady makroekonomických ukazatelů, nejzákladnější z nich je hrubý domácí produkt. Hrubý domácí produkt vyjadřuje celkové množství statků a služeb vyrobených na území daného státu během sledovaného období (3).

HDP lze měřit ve stálých cenách, kdy je zohledněna změna cenové hladiny, či v běžných cenách kdy tato veličina o změnu cenové hladiny očištěna není. Růst (pokles) HDP ve stálých cenách charakterizuje o kolik % se reálně zvýšil (či poklesl) hrubý domácí produkt ve sledovaném období proti stejnému období roku předchozího.

2.1.1.2 Ceny zboží a služeb

Změnu cenové hladiny lze měřit pomocí cenových indexů. Zvýšení cenové hladiny znamená inflaci, naopak její pokles znamená deflaci. Inflace je růst cen zboží a služeb, to znamená zmenšování kupní síly peněz (5).

Akcie jsou často považovány za instrumenty, které jsou dobrou investicí v případě očekávaného zvýšení míry inflace. Tato představa je založena na předpokladu růstu nominálního zisku a z toho plynoucích vyšších dividend, jakožto i na předpokladu růstu akciových kurzů. Provedené výzkumy však prokázaly, že v prostředí inflace nejsou akcie většinou schopny udržet reálnou hodnotu přes skutečnost, že představují vlastnický nárok k reálným aktivům společnosti.

Pro zachycení vývoje cen zboží a služeb a tedy inflace je nutno použít výsledování některých cenových indexů. Mezi nejpoužívanější cenové indexy patří deflátor HDP, harmonizovaný index spotřebitelských cen a index cen výrobců.

DEFLÁTOR HDP - poměr veličin nominálního hrubého domácího produktu běžného roku oceněný v cenách běžného roku a reálného hrubého domácího produktu běžného roku oceněný v cenách minulého roku. Lze jej definovat jako nejkompexnější ukazatel inflace, protože obsahuje ceny úplně všech statků, z nichž je složen HDP.

HARMONIZOVANÝ INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN (HICP) - spotřebitelský koš, který udává strukturu spotřeby průměrné domácnosti. Ve vahách HICP jsou zahrnuty tržby za nákupy cizinců na území České republiky.

INDEX CEN VÝROBCŮ (PPI) - vypovídá o tom, jak působí domácí inflace na konkurenceschopnost tuzemských výrobců v konfrontaci se zahraničními subjekty.

2.1.1.3 Úrokové sazby

Úroková míra je podíl úroku k hodnotě zapůjčeného kapitálu (3).

Změny úrokových sazeb jsou důležitým kurzotvorným faktorem akciových instrumentů. V zásadě platí, že růst úrokových sazeb vede k poklesu kurzů akcií a naopak.

2.1.1.4 Nezaměstnanost

Jako nezaměstnaného obecně označujeme toho, kdo je schopen pracovat, chce pracovat, aktivně hledá práci a je bez práce. Podle mezinárodní metodiky ILO (Mezinárodní organizace práce) jsou za nezaměstnaného považovány všechny osoby, které dosáhly patnácti let a více a v daném období souběžně splňovaly podmínky

- ❑ nebyly zaměstnané
- ❑ aktivně hledaly práci
- ❑ byly připraveny k nástupu do práce (5).

Míra nezaměstnanosti je procentuální podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle neboli ekonomicky aktivním obyvatelstvu.

Míra registrované nezaměstnanosti vyjadřuje procentuální podíl počtu nezaměstnaných registrovaných u úřadů práce na celkové pracovní síle. Skutečná nezaměstnanost bývá vždy o něco vyšší než registrovaná nezaměstnanost.

2.1.1.5 Fiskální politika

Vládní sektor vypovídá o hospodaření se svěřenými veřejnými financemi. Základním pilířem je soustava veřejných rozpočtů, která zahrnuje státní rozpočet – tedy rozpočet na nejvyšší úrovni a systém veřejných rozpočtů (rozpočty na úrovni samosprávných celků).

2.1.1.6 Zahraniční obchod

Platební bilance zachycuje všechny platební operace ekonomiky se zahraničím v daném roce. Ve své podstatě rozeznává platby ze zahraničí a platby do zahraničí na teritoriálním principu. Skládá se ze tří částí: běžného účtu, finančního účtu a změny devizových rezerv. Běžný účet platební bilance tvoří platby za vývoz a dovoz statků a služeb, dále jednorázové převody, které jsou placeny ze zahraničí nebo naopak do zahraničí. Finanční účet platební bilance pak tvoří dovoz a vývoz kapitálu. Devizové rezervy jsou tvořeny ke krytí rozdílů jednotlivých stran platební bilance (3).

Obchodní bilance je rozdíl mezi hodnotou vývozu a hodnotou dovozu statků a služeb (bývá nazývána čistým vývozem). Tvoří podstatnou část běžného účtu platební bilance.

2.1.1.7 Mezinárodní srovnání základních makroekonomických ukazatelů

Porovnání ekonomické úrovně jednotlivých zemí je většinou prováděno pomocí parity kupní síly, což je takový poměr mezi měnami, který vyjadřuje schopnost zakoupit stejný soubor statků v obou zemích (8).

2.1.2 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza se provádí z důvodu skutečnosti, že jednotlivá odvětví národního hospodářství nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky. Jsou různě regulovány státem, vstupní podmínky do nich jsou různě obtížné, rozdílné množství konkurenčních subjektů, objevují se v nich rozdílné technologické pokroky, nestejná je rovněž perspektiva dalšího vývoje a především v nich dochází k rozdílné míře zisku. Zaměřuje se na identifikaci jednotlivých znaků charakteristických pro konkrétní odvětví. Je nutno posoudit celou řadu specifických odlišností, proto je uváděna celá řada analýz s cílem, co nejpodrobněji nastínit základní vlastnosti zkoumaného odvětví s následnou predikcí budoucího vývoje (10).

2.1.3 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Z pohledu citlivosti na hospodářský cyklus lze jednotlivá odvětví rozdělit na odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

- 1) *ODVĚTVÍ CYKlickÁ* – dosahují velkých výkyvů hospodářských výsledků v období expanze a období recese. Kopírují hospodářský cyklus z důvodu charakteru jejich produkce výrobků a služeb. Firmy cyklických odvětví v období recese ztrácejí rychle svůj odbyt, což má negativní vliv na výši jejich zisku, tak i na kurz jejich akcií.
- 2) *ODVĚTVÍ NEUTRÁLNÍ* – není příliš ovlivněno hospodářským cyklem a nedochází zde k přílišným výkyvům různých fází ekonomického cyklu. Jedná se především o odvětví produkující statky nezbytné povahy, jejichž nákup nelze odložit do budoucna.
- 3) *ODVĚTVÍ ANTICYKlickÁ* – vykazují poměrně dobré hospodářské výsledky v období recese, slabší pak v období expanze. Mezi tato odvětví lze zařadit ty subjekty, vyrábějící statky substitutivního charakteru.

2.1.3.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví představuje časový sled určitých stádií vývoje, jimiž každé odvětví od doby svého vzniku či zásadní inovace prochází. Pro každé stádium je typické odlišné chování akciových trhů, zisků a tržeb firem působících v odvětví. Tyto fáze jsou:

- 1) *PIONÝRSKÁ FÁZE* – zahajuje životní cyklus odvětví. Toto stádium je charakteristické svým prudkým vzestupem poptávky po produktech firem v daném odvětví, neboť se jedná o zcela nové či zásadně inovované produkty. V této fázi firmy působící v daném období dosahují vysokých zisků. Ten láká konkurenci ke vstupu do odvětví. Charakteristickým rysem je velký příliv firem do odvětví. Mnoho z nich však po poměrně krátké době zaniká. Postavení jednotlivých subjektů v odvětví je značně nestabilní. Z toho pramení vysoké kolísání zisků, tržeb, vnitřní hodnoty akcií. Jakákoliv analýza je proto velmi obtížná. Investice do takového odvětví slibuje vysoký výnos spojený však s přílišným rizikem.
- 2) *FÁZE ROZVOJE* – v této době dochází k celkové stabilizaci odvětví. Jednotlivé firmy, které přežili pionýrskou fázi, si budují své postavení na trhu, rostou a expandují. Zároveň klesá kolísavost zisku, tržeb a vnitřní hodnoty akcie. Konkurence v odvětví se udržuje na poměrně vysoké úrovni. Vysoká úroveň konkurence může stlačit ceny produkce. Riziko spojené s investicí je nižší než v pionýrské fázi, stejně tak i úroveň výnosu je poměrně nižší.
- 3) *FÁZE STABILIZACE* – uzavírá životní cyklus odvětví. Charakteristickým znakem je relativně vysoká stabilita ve vývoji zisků, tržeb a vnitřní hodnoty akcie firem působících v odvětví. Perspektiva budoucího výnosu klesá na minimum. I v tomto odvětví může dojít ke zvyšování objemů produkce, ovšem dochází k výraznému propadu cen produkce. Z tohoto důvodu se některé firmy rozhodují zda odvětví opustit.

Nutno poznamenat, že tento proces neprobíhá přesně podle těchto fází. Jde o velmi obecný nástroj, dle kterého nelze provádět zcela zásadní závěry. Rovněž průběh a charakter jednotlivých sektorů je značně odlišný, takže nelze odvodit délku jednotlivých fází.

2.1.4 Finanční analýza společnosti

Tato část poskytuje odpověď na otázku, zda je sledovaná akcie nadhodnocena či podhodnocena, a to na základě prověření kvality firmy a stanovení prognózy jejího dalšího vývoje.

Vnitřní hodnotu akcie je možno chápat jako stavovou veličinu, která udává, jaká by měla být její spravedlivá tržní cena. Ve velmi krátkém období je možno chápat vnitřní hodnotu jako konstantu, kterou je možné porovnávat se současným kurzem.

V případě provádění komplexní fundamentální analýzy nestačí pouze analyzovat současný stav sledovaného podniku ale, což se týká zejména případů zamýšlených dlouhodobějších investic, je třeba věnovat velkou pozornost i jeho vývojovým tendencím.

Finanční analýza podniku

Tvoří jednu z nejvýznamnějších metod fundamentální analýzy. Její pomocí lze provést diagnózu finančního hospodaření podniku. Vychází z pohledu do minulosti, tedy účetních výkazů minulých let, a následně stanovuje vývojové trendy do budoucna. Pomocí této analýzy lze rozpoznat slabé a silné stránky podniku.

2.1.4.1 Analýza poměrových ukazatelů

Tato metoda je nejpoužívanějším metodologickým nástrojem finanční analýzy. Poměrové ukazatele se běžně vypočítají vzájemným vydělením jednotlivých položek,

kteře jsou získány z finančních výkazů podniku. Podmínkou jejich výběru je ovšem to, aby mezi nimi existovaly co do obsahu určité souvislosti. Vlastní konstrukce a výběr ukazatelů jsou podřízeny zejména tomu, co je potřeba postihnout v rámci zkoumaného problému nebo připravovanému rozhodnutí (2).

Finanční stabilita podniku, která je zkoumána z krátkodobého hlediska pomocí ukazatelů likvidity a z dlouhodobého pohledu z hlediska zadluženosti, dává investorovi doporučení, zda je jeho investice bezpečná.

Výnosnost podniku vypovídá o jeho efektivnosti, je investorem sledována z hlediska předpokládaných výnosů, které investorům nákup akcií podniku přinese. Výnosnost lze analyzovat pomocí ukazatelů rentability a aktivity.

Kapitálový potenciál vypovídá o jeho tržní hodnotě a je odvozován z ukazatelů kapitálového trhu.

2.1.5 Vnitřní hodnota akcie

Stanovit vnitřní hodnotu akcie lze několika metodami. Jsou to:

- dividendově diskontní model
- ziskový model
- kombinovaný dividendově ziskový model
- model volného cash flow

2.1.5.1 Dividendově diskontní model

Dividendový diskontní model je v současné době nejpoužívanější metodou stanovení vnitřní hodnoty akcie. Tento model je založen na principu současné hodnoty budoucích příjmů pro jejího majitele. Za příjmy jsou považovány dividendy a prodejní cena (7).

Pokud bychom drželi akcii pouze jeden rok, pak bude její vnitřní hodnota rovna současné hodnotě dividend získaných na konci prvního roku plus současné hodnotě očekávané prodejní ceny (P_1). Vnitřní hodnotu je možno také vyjádřit pomocí následujícího tvaru:

$$VHA = \frac{D_1}{(1+r_i)} + \frac{D_2}{(1+r_i)^2} + \frac{D_3}{(1+r_i)^3} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r_i)^n}$$

D_n očekávaná dividend v letech 1-n

P_n očekávaná prodejní cena v roce n

r_i požadovaná výnosová míra. (výnosová míra, která je pro investora přijatelná).

Výše dividend se v jednotlivých letech liší a to dle dosaženého růstu společnosti. Analytici se pak při praktické realizaci výpočtu vnitřní hodnoty akcie zaměřují spíše než na predikování absolutní výše dividend na stanovení očekávaného růstu dividend (g). Pokud se očekává konstantní míra růstu dividend, pak dividendový model můžeme vyjádřit následujícím způsobem (1):

$$VHA = \frac{D_0(1+g)}{(1+r_i)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_i)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r_i)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r_i)^n}$$

Tento vzorec nepracuje s prodejní cenou akcie, nepočítá s kapitálovými zisky při prodeji akcie.

$$VHA = \frac{D_1}{r_i - g}$$

je tzv. Gordonův model

D_1 očekávaná dividend na konci 1. roku

g očekávaná růstová míra dividend

Očekávaná (požadovaná) výnosová míra (r_i) je faktor, který má dvojí výklad. Požadovanou výnosovou míru si subjektivně stanovuje každý investor. Může si ji stanovit nereálně, takže výsledná VHA pak vyjde u každého investora nejen jinak, ale investorovi, který si ji stanovil příliš vysokou, se může stát, že akcii za vypočtenou (nízkou) VHA vůbec nekoupí. Očekávaná výnosová míra je totožná s objektivní výnosovou mírou, vytvořenou kapitálovým trhem. Vezmeme-li v úvahu, že každá akcie je součástí jiného portfolia, je pro stanovení očekávané výnosové míry nejlépe použít model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), kde očekávaná výnosová míra je součtem bezrizikové výnosové míry r_f a dalších faktorů.

$$r_i = r_f + (r_m - r_f)\beta$$

r_i očekávaný výnos i -tého cenného papíru - očekávaná výnosová míra

r_f bezriziková výnosová míra

β faktor měřící volatilitu výnosové míry akcie k volatilitě výnosové míry celkového akciového trhu

r_m výnosová míra z tržního akciového portfolia (všechny akcie), tedy průměrná výnosová míra

můžeme odvodit vyjdeme-li z Gordonova vzorce (6)

$$VHA = \frac{E_1(1-B)}{r_i - (ROE \cdot B)}$$

E_1 očekávaný zisk na jednu akcii na konci 1. roku

Předpokládá se že společnost má konstantní očekávanou míru růstu dividend.

B = čistý zisk na jednu akcii - dividendy na jednu akcii

To ale nebývá pravidlem. Firmy procházejí vývojovým cyklem, ve kterém se mění růstová míra. Zpočátku vývoje firmy je růst dividend větší než průměr, později se míra

vrací k průměru. Proto byl zkonstruován vícerůstový diskontní model - tzv. dvoustupňový dividendový diskontní model. Tento model předpokládá, že v první fázi vývoje firmy je míra růstu dividend pod nebo nad průměrem a pak se, po jisté době, vrací k průměru.

$$VHA = \frac{D_0(1+g)}{(1+r_i)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_i)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n(1+g)}{(1+r_i)^n}$$

D_0 dividendy v běžném roce

g konstantní růstová míra dividend

G počáteční míra růstu dividend

Průměrná míra růstu dividend se stanovuje podle historických veličin a průměrných dividend trhu i s přihlédnutím k inflaci v minulosti a k očekávané inflaci v budoucnosti.

2.1.5.2 Ziskový model

Jde o obecně známý ukazatel P/E (price-earnings ratio - kurz/zisk) zveřejňovaný denně v kurzovním lístku ekonomického tisku (2):

$$VHA = E_1 + \frac{P}{E_N}$$

Pro stanovení VHA je vhodné při opakovaných výpočtech stanovit tzv. normální P/E (tedy P/E vycházející z průměru předchozích let u konkrétní akcie), které označujeme P/E_N .

P = rovnovážná cena (cena vyjadřuje přesně vnitřní hodnotu akcie při rovnováze nabídky a poptávky) = vnitřní hodnota akcie.

kde E_1 znamená očekávaný zisk na akcii v příštím roce.

Poměrně malé změny v požadované výnosové míře nebo v očekávané míře růstu dividend způsobují velké změny vnitřní hodnoty akcie. Proto při stanovování r_i a g je nutno postupovat velmi obezřetně. Normální P/E se poměrně s úspěchem používá pro stanovování P/E v krátkých obdobích (2).

3 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE

Uvedená makroekonomická analýza sleduje vývoj a úroveň národní ekonomiky jako celku. Za pomoci nejběžnějších ekonomicko-statistických ukazatelů, sledováním jejich vývoje v krátké časové řadě (interval 2001-2008), včetně predikcí uváděných institucemi, zabývajícími se jejich vytvářením, je možno zpracovat stručný náhled základních veličin, které formují makroekonomickou stabilitu země a jsou vypovídacími prvky o prováděné hospodářské politice a vývoji stávající ekonomiky.

3.1 Ekonomický výkon

Reálný domácí produkt je uveden v produkci ve stálých cenách (hodnoty přepočítané na ceny roku 2000). Rozdíl mezi reálným a nominálním HDP je tedy v tom, že reálný HDP vyjadřuje skutečný růst (pokles) tj. bez vlivu inflace. Pro srovnání reálného a nominálního HDP, přikládám nominální HDP do příloh.

Tabulka 1 Údaje o reálném HDP v letech 2001 - 2008

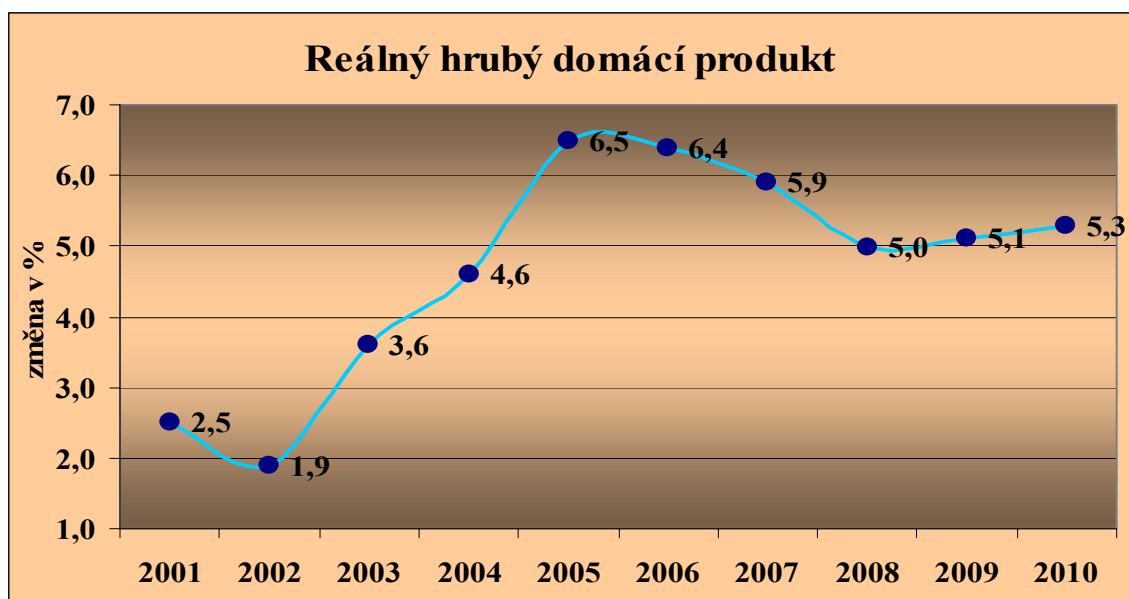
U k a z a t e l \ r o k	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reálný HDP r/r v %	2,5	1,9	3,6	4,6	6,5	6,4	5,9	5,0
Reálný HDP	2 242,9	2 285,5	2 367,8	2 467,6	2 636,8	2 805,2	2 971,0	3 119,0
z toho:								
Výdaje domácností	1 174,0	1 199,7	1 271,5	1 309,7	1 342,1	1 401,1	1 493,0	1 555,0
Výdaje vládních institucí	477,6	509,6	546,0	529	541,2	547,3	544,0	542,0
Hrubá tvorba kapitálu	688,0	720,0	709,6	773,9	772,4	863,1	957	1 067
Saldo zahraničního obchodu	-96,7	-146,4	-170,5	-163,2	-23,3	-11,8	-32,0	-61,0
Metodická diskrepance	0,0	2,6	11,2	18,2	4,4	5,5	9,0	16,0

Údaje jsou v mld. Kč pokud není uvedeno jinak

Zdroj: (12)

V období do roku 2002 se objem reálné domácí produkce začal postupně zvyšovat. Nejlepšího výsledku dosáhl v roce 2005. Poté dochází k nepatrnému poklesu, až po prognózovanou hodnotu v roce 2008. Růst je tažen hlavně výdaji domácností. Při ekonomické stagnaci v zemích EU a současném silném směnném kurzu české koruny, tak vývoz ve stálých cenách rostl rychleji, než dovoz od roku 2002. Po celé sledované období se stále zvyšují výdaje domácností, které investovaly do vlastního bydlení, podporovány nízkými úrokovými sazbami hypotečních úvěrů. Také pozitivní vývoj

jsem zaznamenal ve výdajích vládních institucí které se drží na stejných hodnotách prakticky od roku 2002 až po predikci v roce v roce 2008 (12).



Graf 1 Vývoj Reálného hrubého domácího produktu v letech 2001 - 2010

Prognózy růstu reálného HDP institucí zabývajících se předpovídáním budoucí ekonomické situace, zůstávají v posledním období poměrně stabilní, predikce na rok 2007 až 2010 se pohybuje okolo 5,9 a 5,0 procentního růstu reálného hrubého domácího produktu.

3.2 Ceny zboží a služeb

Pro zachycení vývoje cen zboží a služeb a tedy inflace je nutno použít výsledování některých cenových indexů. Mezi nejpoužívanější cenové indexy patří deflátor HDP, harmonizovaný index spotřebitelských cen a index cen výrobců.

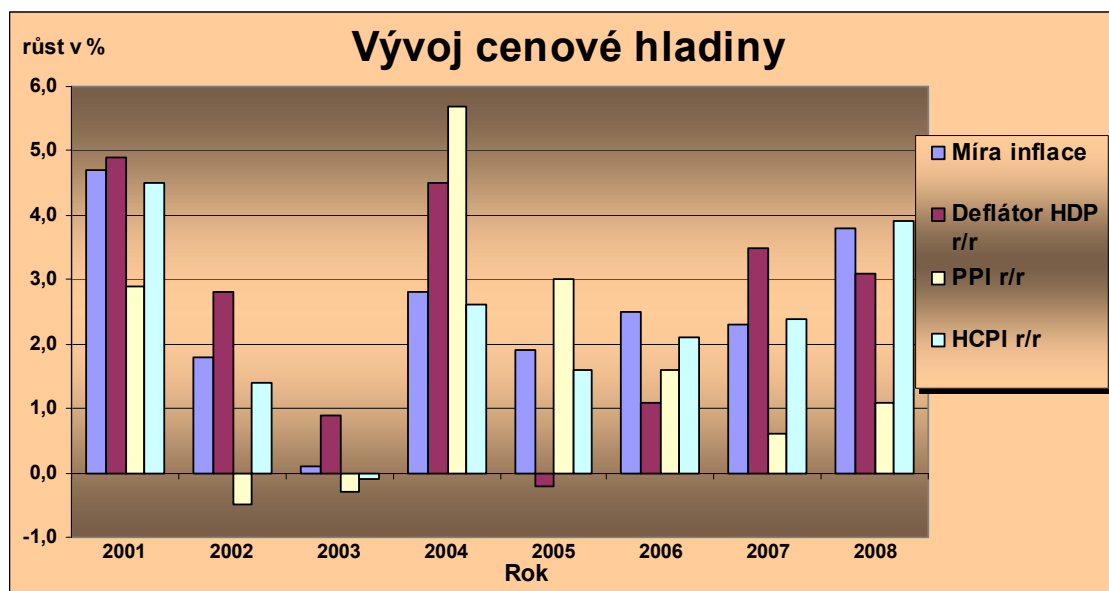
Tabulka 2 Cenový vývoj v letech 2001 – 2008

U k a z a t e l \ r o k	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Míra inflace	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,3	3,8
Deflátor HDP	4,9	2,8	0,9	4,5	-0,2	1,1	3,5	3,1
PPI r/r	2,9	-0,5	-0,3	5,7	3,0	1,6	0,6	1,1
HCPI r/r	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	3,9

Počítáno ze s. c. r. 2000.

Zdroj: (12,13)

Uváděná míra inflace (průměrná míra inflace) ukazuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních dvanáct měsíců proti průměrné cenové hladině dvanácti předchozích měsíců. Tyto tzv. klouzavé průměry jsou počítány z bazických indexů spotřebitelských cen s cenovým základem prosinec 2000 = 100. Vyjadřují tendenci vývoje cenové hladiny oproštěnou od sezónních vlivů (12).



Graf 2 Cenový vývoj v letech 2001 – 2008

Počítáno ze s. c. r. 2000. změna oproti předcházejícímu roku v %.

Zdroj: (12)

Hladina inflace se od roku 2001 pohybuje pod úrovní pěti procent. V roce 2003 dosáhla průměrná míra inflace 0,1 %, tak nízká inflace byla naposledy zaznamenána v roce 1987. Důvodem tak nízké inflace v roce 2003 je ponechání cen energií pro domácnosti na předchozí hladině, velké konkurenční prostředí na domácím trhu a apreciace směnného kurzu koruny vůči dolaru. Od roku 2004 ovlivňuje nejvíce výši výsledné inflace zejména zvyšující se cena ropy. Od roku 2006 je nárůst inflace způsoben vyššími korunovými cenami ropy, které se projeví v cenách pohonných hmot, a větší dynamikou růstu u jiných tržních cen, zejména cen potravin a některých služeb.

Dlouhodobě je inflace tažena zejména cenami ropy, elektřiny a plynu pro domácnosti, dále pak cenami alkoholu, tabákových výrobků a cenami potravin a nealkoholických nápojů.

Pro rok 2007 většina institucí očekává, snížení míry inflace a to na hodnotu kolem dvouprocentního přírůstku, v roce 2008 se očekává zrychlení růstu cen na hodnotu 3,8 a to hned z několika faktorů: zvýšení DPH, reformou veřejných financí a zavedení ekologických daní.

3.3 Úrokové sazby

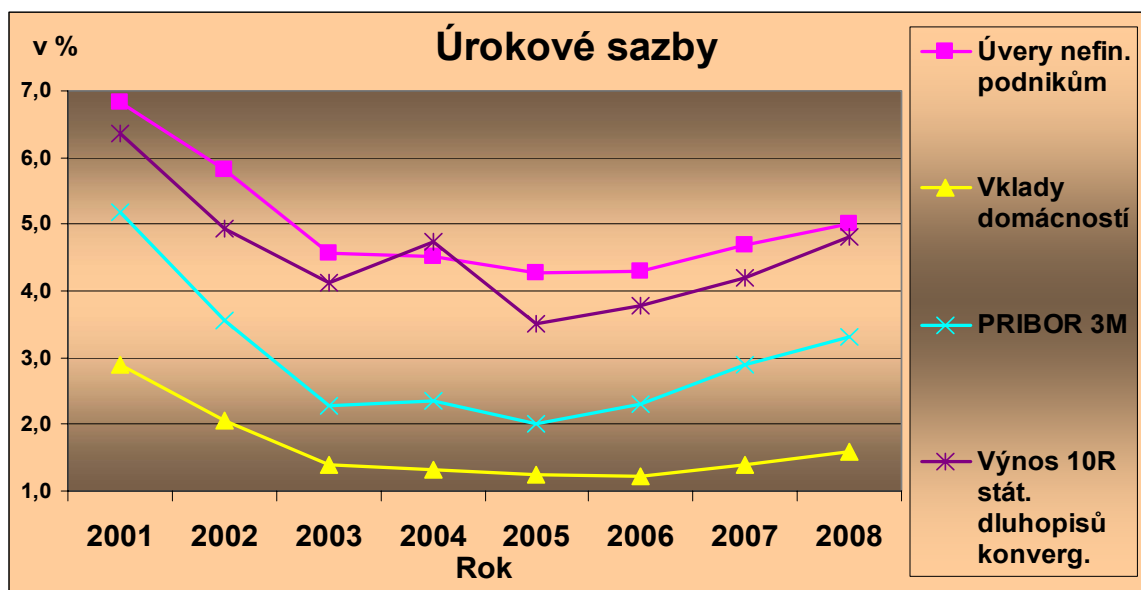
Dlouhodobý pokles úrokových sazeb započal roku 2001 a dosahoval svého historického minima během roku 2005. Cenová stabilita, absence domácích i vnějších inflačních tlaků a snížení úrokových sazeb Evropské centrální banky vedly ke snížení základních sazeb ČNB na dosud nejnižší úroveň v roce 2005, jejich další snižování se však neočekává. Snížení se promítlo do poklesu krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním trhu a do změny sklonu výnosové křivky sazeb PRIBOR, která je nyní mírně rostoucí.

Tabulka 3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2001 - 2008

U k a z a t e l \ r o k	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Úvěry nefin. Podnikům	6,8	5,8	4,6	4,5	4,3	4,3	4,7	5,0
Vklady domácností	2,9	2,1	1,4	1,3	1,2	1,2	1,4	1,6
PRIBOR 3M	5,2	3,6	2,3	2,4	2,0	2,3	2,9	3,3
Výnos 10R stát. dluhopisů konverg.	6,4	4,9	4,1	4,8	3,5	3,8	4,2	4,8

Zdroj: (12)

Pro rok 2007 je všeobecně očekávané postupné zvýšení inflace, založené především na promítnutí daňových úprav a na očekávaném vývoji cen ropy, potravin a na oživení domácí i světové ekonomiky. Tím se projeví tlak na zvýšení základních úrokových sazeb. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR je odhadována pro rok 2007 na úroveň 2,9 % pro rok 2008 by měla dosáhnout úrovně 3,3 %. Výnos do doby splatnosti desetiletých státních dluhopisů je odhadován v roce 2008 na 4,8 %.



Graf 3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2001 – 2008

Zdroj: (12)

3.4 Nezaměstnanost

Míra registrované nezaměstnanosti vyjadřuje procentuální podíl počtu nezaměstnaných registrovaných u úřadů práce na celkové pracovní síle. Skutečná nezaměstnanost bývá vždy o něco vyšší než registrovaná nezaměstnanost.

Tabulka 4 Zaměstnanost a nezaměstnanost v letech 2001 - 2008

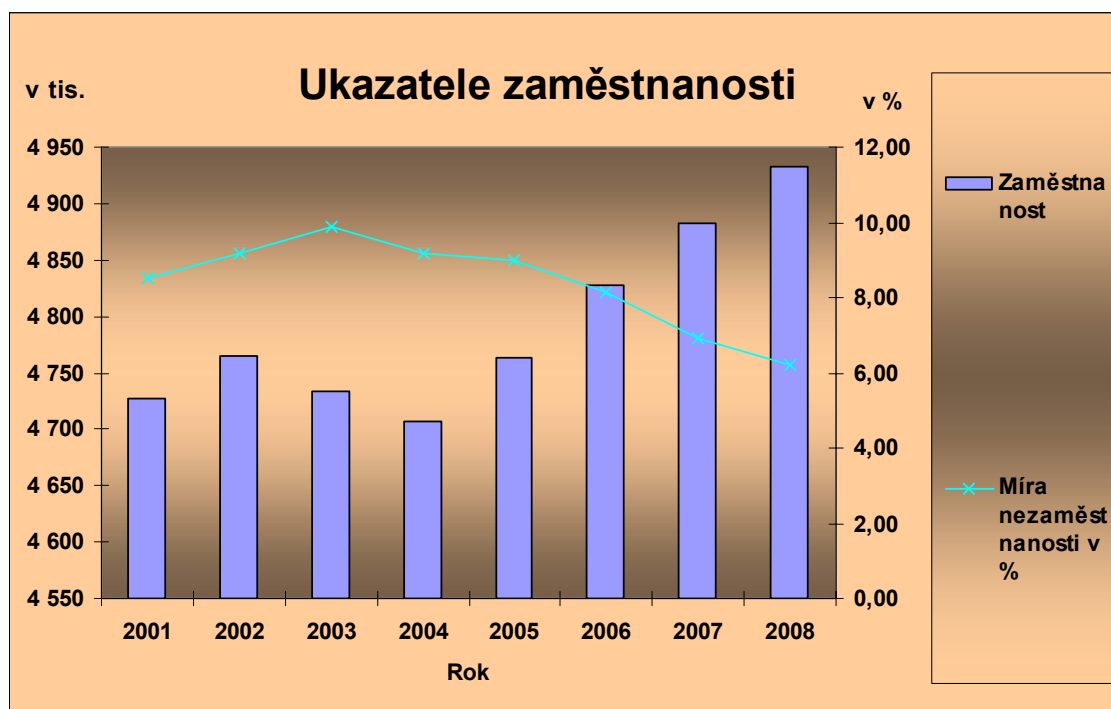
U k a z a t e l \ r o k	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Zaměstnanost	4 728	4 765	4 733	4 707	4 764	4 828	4 882	4 932
Nezaměstnanost	444	478	522	537	514	475	407	379
Míra nezaměstnanosti v %	8,54	9,16	9,90	9,20	8,97	8,13	6,90	6,30

v tis. osob

Zdroj: (12)

Počet registrovaných nezaměstnaných v roce 2007 mírně klesal. Regionální rozdíly v míře nezaměstnanosti by měly přetrvávat zejména vzhledem ke kvalifikačnímu nesouladu v nabídce a poptávce po pracovní síle v problémových regionech. Rozdíly by se však vzhledem k diferencované podpoře tvorby pracovních příležitostí a aktivního přístupu úřadů práce zvětšovat neměly. Ekonomický tlak na růst produktivity práce bude nadále zvyšovat nároky na kvalifikaci a přizpůsobivost stávajících i nově přijímaných zaměstnanců.

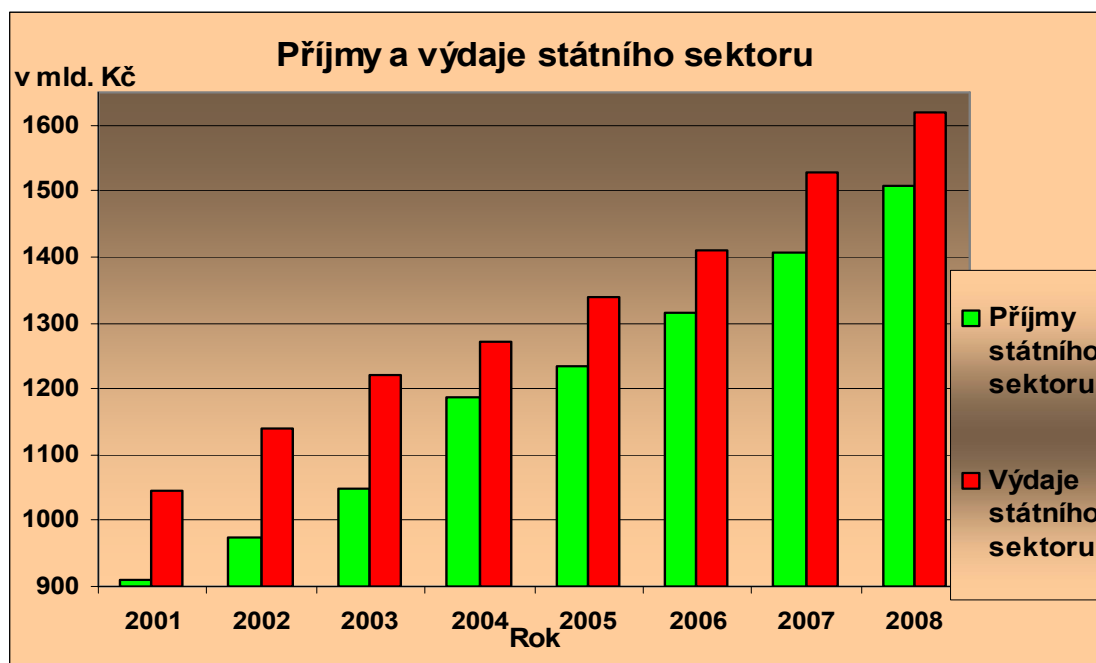
V roce 2007 předpokládají instituce provádějící předpovědi výkonnosti ekonomiky pokles nezaměstnanosti na průměr 6,90 % a v roce 2008 na 6,30 %.



Graf 4 Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v letech 2001 - 2008

3.5 Fiskální politika (vládní sektor)

Na příjmové straně státního rozpočtu je očekáváno zlepšení vývoje předpokládaných daňových příjmů a poplatků, zejména zlepšení inkasa daně z přidané hodnoty. Měly by růst i příjmy z daně z příjmu právnických osob a to i přes snížení daňových sazeb poplatníkům. Celkové příjmy vládního sektoru v roce 2006 činily 1267,1 mld. Kč. Oproti roku 2005 vzrostly o 5,5 % a dosáhly tak 39,3 % HDP.



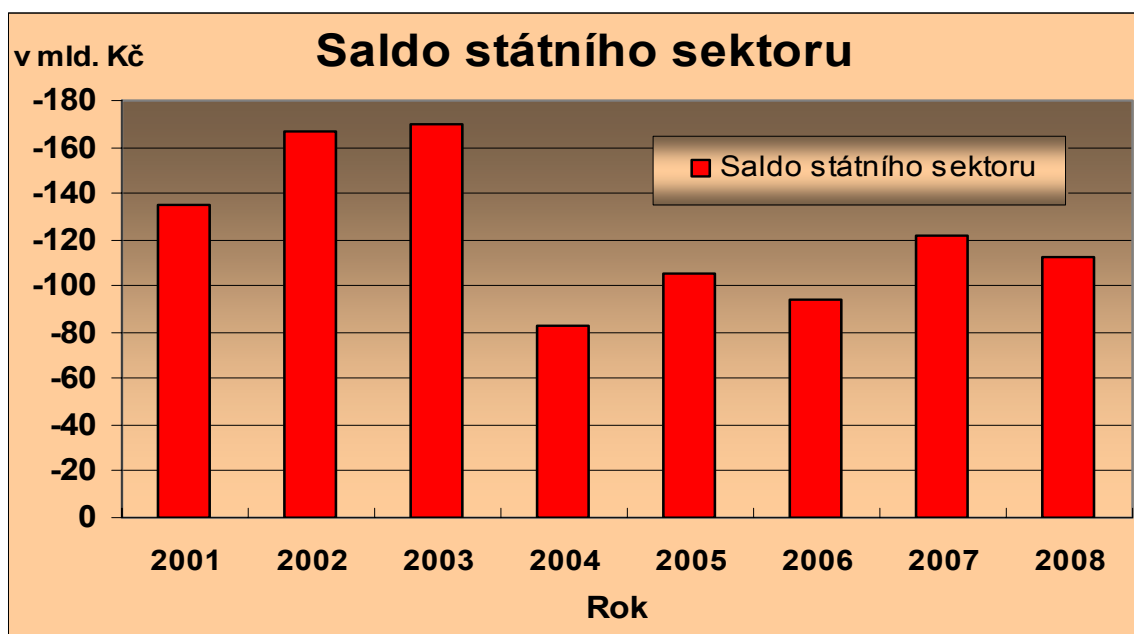
Graf 5 Příjmy a výdaje státního rozpočtu v letech 2001 – 2008

Zdroj: (12)

V roce 2003 jsou deficity státního rozpočtu na dosud nejvyšší úrovni v historii České republiky. Základní příčinou prohlubování deficitu stále zůstává veliký podíl mandatorních výdajů, které jsou hlavním důvodem schodků státního rozpočtu i deficitů vládního sektoru. Nejvyšší podíl na celkových výdajích veřejných rozpočtů mají transfery obyvatelstvu včetně neziskových institucí.

Strukturální problémy veřejných rozpočtů budou přetrvávat i v roce 2007. Saldo veřejných rozpočtů bez čistých půjček je odhadováno na -121,4 mld. Kč. Pro rok 2008 je očekáván schodek státního rozpočtu ve výši 112,0 mld. Kč.

Výdaje sektoru vládních institucí rostly v roce 2006 pomaleji než příjmy a meziročně se tak zvýšily o 4,2 %. Dosáhly výše 1314,7 mld. Kč, což představuje 42,3 % HDP. V roce 2007 se očekává růst výdajů sektoru vládních institucí na 7,1 %, jejich objem bude činit 1409,2 mld. Kč. Na výdajové straně se očekává zvýšení a to hlavně v položce sociální dávky, které se zvýší o 12,1 % vzhledem k legislativním změnám v sociální oblasti přijatým v průběhu volebního roku 2006.



Graf 6 Saldo veřejných rozpočtů v letech 2001 – 2008

Zdroj: (12)

Celkové saldo státního sektoru činilo v roce 2006 -94,5 mld. Kč (2,9 %HDP), meziročně kleslo o 11,0 mld. Kč, pro rok 2007 je toto saldo odhadováno na -121,4 mld. Kč, což je zvýšení oproti předcházejícímu roku o 26,9 mld. Kč. Pro rok 2008 je saldo předpovídáno na částku 112,0 mld. Kč.

3.6 Zahraniční obchod

Tabulka 5 Ukazatele platební a obchodní bilance v letech 2001 – 2008

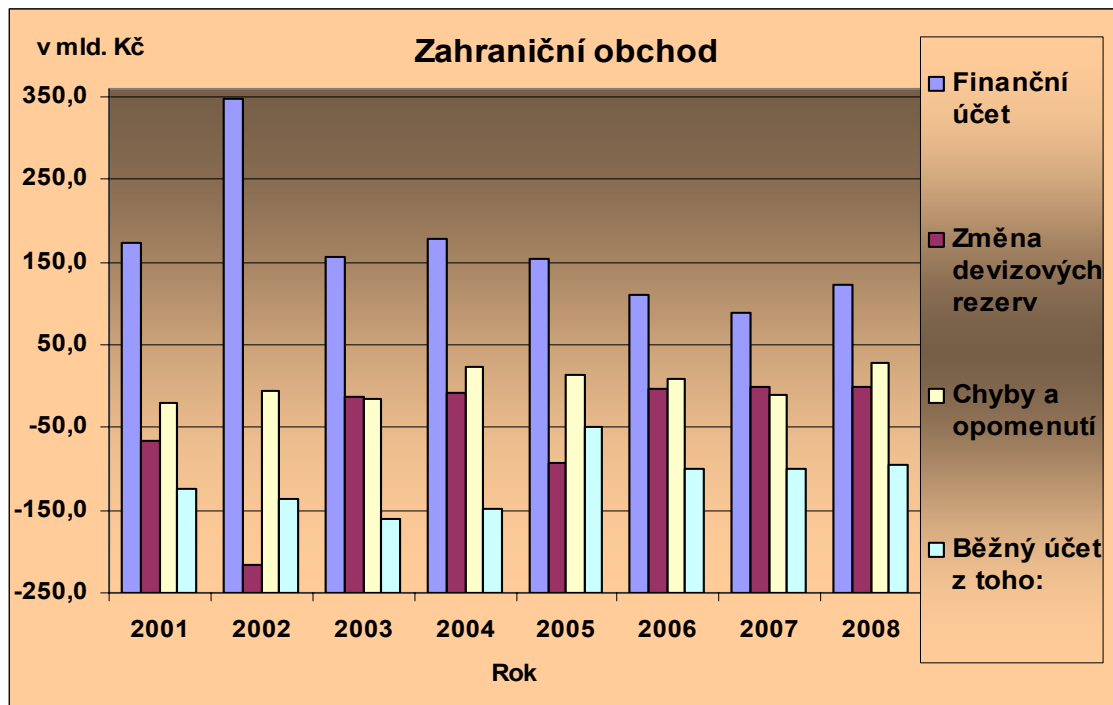
U k a z a t e l \ r o k	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Finanční účet	172,8	347,8	157,1	177,3	154,8	111,6	88,0	122,0
Změna devizových rezerv	-67,2	-216,9	-12,9	-6,8	-92,9	-2,1	X	X
Chyby a opomenutí	-18,9	-5,5	-16,4	23,0	13,4	9,2	-11,0	28,0
Běžný účet z toho:	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-48,5	-100,3	-99,0	-94,0
Obchodní bilance z toho:	-58,7	-49,5	-56,5	3,3	95,9	102,8	147,0	163,0
Vývoz zboží a služeb	1 539,3	1 485,5	1 590,1	1 969,8	2 150,6	2 444,4	2 790,0	3 123,0
Dovoz zboží a služeb	1 598,0	1 535,0	1 646,6	1 966,5	2 054,7	2 341,6	2 643,0	2 960,0

Uvedeno v mld. Kč

Zdroj: (12)

Podíl deficitu běžného účtu na HDP se od roku 2005, kdy dosáhl nejlepšího výsledku ve výši -1,6 % HDP, postupně zhoršoval a v roce 2007 dosáhl -3,2 % HDP. Zvětšení deficitu běžného účtu souviselo především s nárůstem schodku bilance výnosů

a v roce 2006 i běžných převodů. Zvětšení deficitu běžného účtu souviselo především s nárůstem výnosů a v roce 2006. Balance výnosů bude i v následujících letech tlačit běžný účet do deficitu.



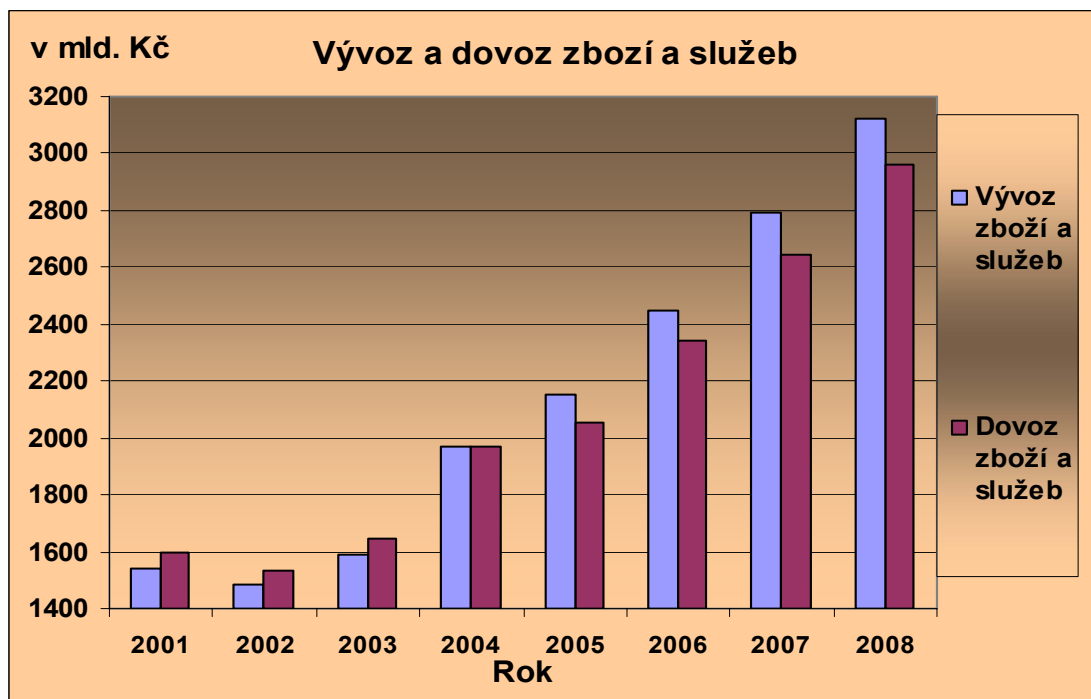
Graf 7 Platební a obchodní bilance

Zdroj: (12)

Pozitivní vývoj obchodní bilance vyplývá z příznivého působení volného pohybu zboží v rámci EU a z náběhu nových exportních kapacit a to zejména automobilového průmyslu. Navíc tyto kapacity stále ve větší míře využívají služeb tuzemských subdodavatelů, a to vede k nahrazování dovozů. Příznivě působí zlepšení ekonomické situace zemí EU a ostatních tradičních obchodních partnerů ČR. V této souvislosti došlo již čtvrtý rok po sobě k růstu exportních trhů (na 12,0 % v roce 2006). Jejich dynamický růst okolo 8 % by měl pokračovat také v následujících letech, a to i přes předpokládaný mírný pokles tempa růstu ekonomik zemí EU.

Obrat zahraničního obchodu dosahuje stále vysoké dynamiky a i při nevelkém předstihu tempa růstu vývozu před dovozem se přebytek obchodní bilance bude

zvyšovat. Tento trend by měl být podporován zastavením růstu cen paliv na světových trzích i příznivou konjunkturální situací v zemích EU 15.



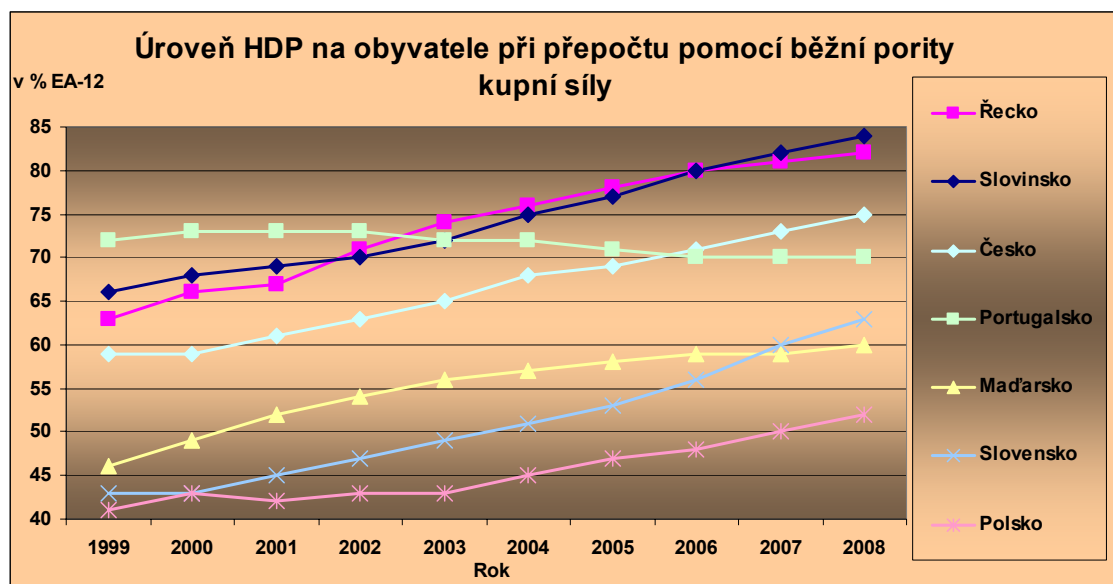
Graf 8 Vývoz a dovoz zboží a služeb v letech 2001 – 2008.

3.7 Mezinárodní srovnání základních makroekonomických ukazatelů

V roce 2007 dosáhne HDP České republiky vztažený na obyvatele při přepočtu pomocí běžné parity kupní síly přibližně 24 100 USD, což odpovídá dosažení 74 % ekonomického výkonu eurozóny, v roce 2004 byla tato hodnota přibližně 65 %. Proces ekonomické konvergence ČR směrem ke státům EU je ze střednědobého pohledu poněkud nevyrovnaný vlivem velikých výkyvů v ekonomické dynamice v devadesátých letech.

Přepočet prostřednictvím běžného směnného kurzu bere v úvahu tržní ocenění měny a z něho vyplývající různou úroveň cenových hladin. HDP na obyvatele v roce 2007 v tomto vyjádření pak přesáhl hranici 16 200 USD (44 % EA-12).

Podíl mezi přepočtem pomocí běžné parity kupní síly a pomocí směnného kurzu je dán komparativní cenovou hladinou HDP. Ta je v České republice stále ještě poměrně nízká. Sbližování cenových hladin je však limitováno konkurenceschopností ekonomiky v mezinárodním porovnání. Všichni čtyři noví středoevropští členové EU se pohybují v sedmi procentním rozptylu vzhledem k EA-12 (ČR 59 %).



Graf 9 Úroveň HDP na obyvatele podle běžné parity kupní síly EU 12

Zdroj: (12)

3.8 Dílčí závěr makroekonomické analýzy

Ekonomickou situaci České republiky hodnotím jako stabilní. Mezi pozitivní signály lze započít stálý růst hrubého domácího produktu, který v posledních letech předčil růst v zemích EU. Ekonomika se tak podle dostupných údajů nachází v oblasti za vrcholem. Výše inflace se pohybuje na poměrně nízké úrovni, což zapříčinilo hned několik souběžně působících faktorů. Zde se dá očekávat její postupné zvyšování. Zvýšení lze očekávat díky změně sazeb u nepřímých daní. Úrokové sazby dosáhly na začátku roku 2005 svého minima a dá se očekávat jejich postupný růst i nadále. Jejich výše byla výhodná pro okamžitou spotřebu, což koresponduje s vývojem hrubého domácího produktu, který byl tvořen především spotřebitelskou poptávkou. Z makroekonomického hlediska by bylo výhodnější, kdyby byl tvořen investičními

základy. V oblasti nezaměstnanosti byl její mírný pokles způsoben hlavně ekonomickým růstem. Státní politika zaměstnanosti už nevyznívá naprázdno. Pro oblast zahraničního obchodu je pozitivním signálem zmírnění deficitu obchodní bilance, která se od roku pohybuje v zelených číslech a nadále roste. Optimistická očekávání zlepšení obchodní bilance se vstupem země do EU se naplňují. Pro veřejné rozpočty je nutno co nejrychleji uvést do praxe reformu veřejných financí. Mírným pozitivním signálem může být zpomalení tvorby deficitů.

Po zhodnocení všech důležitých veličin, pomocí kterých lze částečně ekonomiku analyzovat, jsem došel k názoru, že investovat v této oblasti, se může jevit perspektivní z dlouhodobého pohledu. Z celosvětového hlediska lze ČR brát jen jako malý otevřený sektor s regionální působností.

4 ANALÝZA JEDNOTLIVÝCH PODNIKŮ

Dílčí analýza sleduje především hospodaření jednotlivých zkoumaných subjektů. Poskytuje odpověď na otázky týkající se ekonomické stability jednotlivých podniků. Pro účely práce je nepatrně zjednodušena.

V následujících částech se snažím popsat jak základní údaje o společnostech, situaci v odvětvích ve kterých mají obor podnikání, SWOT analýzu, značně zjednodušené finanční analýzy a vývoj v roce 2007 na kapitálovém trhu ČR.

Jak již bylo uvedeno, investor požaduje co nejlepší likviditu akcií uvedených na burze cenných papírů Praha, požadavkem investora je co největší likvidita dané akcie, tomuto kritériu odpovídají akcie, umístěné na burze cenných papírů mezi takzvané tzn. „Blue chips“ akciemi tedy nejlikvidnějšími.

Tomuto označení odpovídá 12 titulů:

- AAA Auto Group N.V.,
- CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES LTD,
- ČEZ, a.s.,
- ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G.,
- Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG,
- Komerční banka, a.s.,
- ORCO PROPERTY GROUP S.A.,
- PEGAS NONWOVENS S.A.,
- Philip Morris ČR a.s.,
- Telefónica O2 Czech Republic a.s.,
- UNIPETROL, a.s.,
- ZENTIVA N.V..

4.1 AAA AUTO

4.1.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	AAA Auto Group N.V.	
Sídlo společnosti:	De Boelelaan 7, 1083HJ Amsterdam, Nizozemsko	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	67 757 875	ISIN: NL0006033375
Předmět činnosti emitenta:	Prodej ojetých vozů a zprostředkování finančních služeb v automobilové oblasti ve střední a východní Evropě	

Skupinu AAA AUTO tvoří společnost AAA Auto Group N.V. a její dceřiné společnosti.

AAA AUTO je jedním z předních prodejců ojetých vozů a zprostředkovatelů finančních služeb v automobilové oblasti ve střední a východní Evropě, měřeno podílem na trhu a počtem nabízených značek. Počátky společnosti sahají do roku 1992, kdy současný výkonný ředitel a vlastník 73,79% akcií společnosti, Anthony James Denny, začal dovážet ojetá vozidla do České republiky. V roce 2003 byla v Nizozemí založena společnost s ručeným omezeným Automobil Group B.V., aby jednala jako holdingová společnost pro provozní činnost skupiny AAA AUTO ve všech zemích působnosti. V prosinci 2006 dochází ke změně právního statutu firmy a vzniká akciová společnost AAA Auto Group N.V. jako nástupce společnosti Automobil Group B.V.

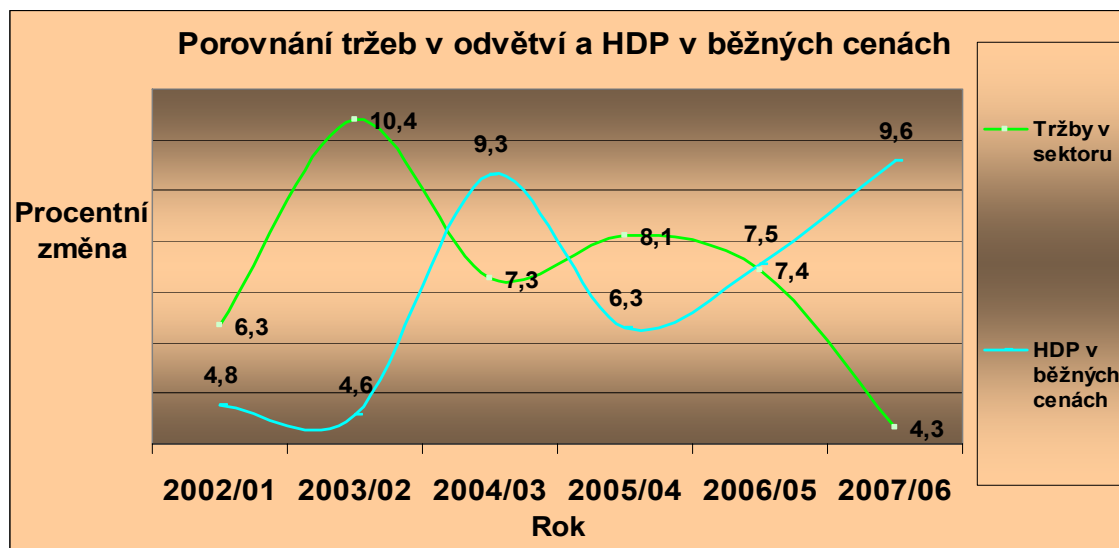
Skupina AAA AUTO v posledních letech roste především díky úspěšným akvizicím a budování nových autocenter, kterých v současné době provozuje celkem 46, a to v České republice, Slovensku, Maďarsku, Polsku a Rumunsku. Výkonná centrála skupiny AAA AUTO se nachází v Praze a koordinuje činnost všech autocenter situovaných v různých zemích, kde společnost funguje. Společný obchodní model byl vytvořen a otestován v České republice a následně zaveden díky podobnému tržnímu prostředí v ostatních zemích střední a východní Evropy s tím, že v budoucnu ho lze dále

zavádět i v dalších zemích v této oblasti. Na některých trzích, kde skupina AAA AUTO podniká, má významný podíl na trhu s ojetými vozy, včetně České republiky nebo Slovenska. V roce 2006 byla společnost zařazena Asociací „Czech Top 100” do seznamu 100 nejvýznamnějších českých společností (14).

4.1.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Prodej ojetých motorových vozidel je společně s opravou a údržbou motorových vozidel dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ 50, která je definována jako skupina *OBCHOD, OPRAVY MOTOROVÝCH VOZIDEL A VÝROBKŮ PRO OSOBNÍ POTŘEBU A PŘEVÁŽNĚ PRO DOMÁCNOST*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že prodej použitých motorových vozidel lze zařadit k odvětvím *anticyklickým*. V dalších letech přepokládám pomalé snižování HDP a proto očekávám mírné zvyšování tržeb tohoto segmentu.



Graf 10 Porovnání tržeb v odvětví (AAA AUTO) a HDP v b. c.

Zdroj: (13,14)

Obchod s automobily je velmi sledovanou oblastí. Na světě je registrováno na 900 milionů automobilů, přičemž ročně se prodá kolem 53 milionů automobilů nových a násobky tohoto čísla v oblasti obchodu s ojetými vozy.

Trhy s ojetými vozidly jeví některé odlišné vlastnosti proti primárnímu trhu, z nichž za nejdůležitější lze označit nízkou bariéru vstupu a vysoké konkurenční prostředí na jinak rozdrobeném trhu. V zemích střední Evropy k tomu přistupuje vysoký podíl vozů starších 10-ti let a pravděpodobný pokračující trend k omlazování. Boom na trhu s použitými vozy pozorovaný v posledním roce v České republice byl do značné míry dán legislativním uvolněním administrativních bariér kladených dovozu ojetých automobilů z léta 2006.

4.1.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- široký geografický záběr
- silná obchodní značka
- diverzifikované toky tržeb
- poskytování doplňkových služeb

SLABÉ STRÁNKY

- nedobrá reputace autobazarů
- měnící se spotřebitelské trendy

PŘÍLEŽITOSTI

- expandování do střední a východní Evropy
- vytvoření menších obchodních středisek

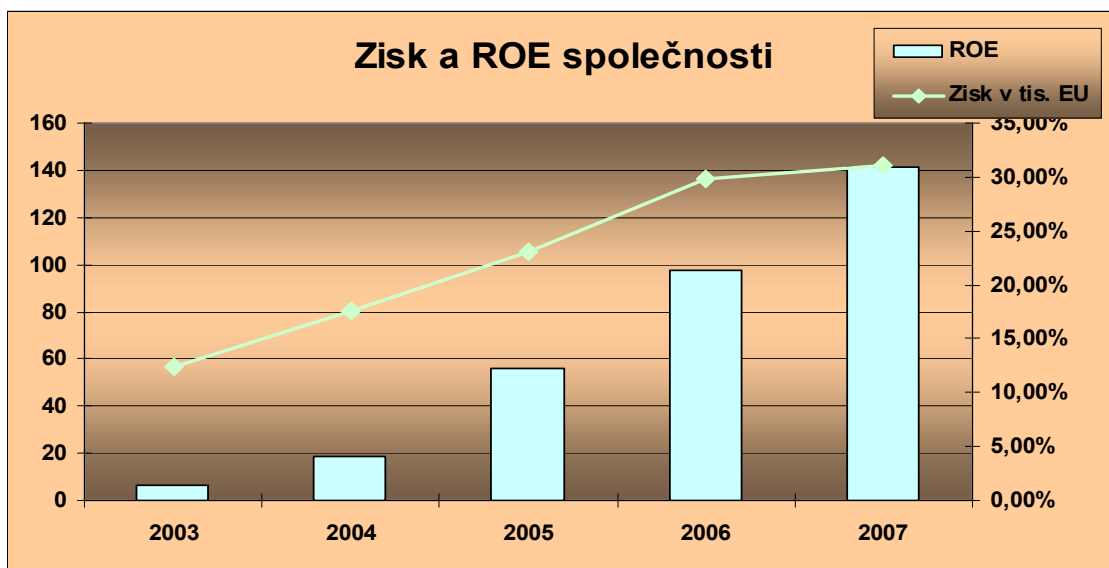
HROZBY

- dovoz nízkorozpočtových automobilů z Číny

- zvyšováním cen paliva a dalších nákladů spojených s užíváním automobilů

4.1.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu, díky dalším akvizicím a činnostem v ostatních zemích Evropy se tento trend očekává. Tento trend by měl podpořit i vývoj HDP v zemích, kde společnost provozuje svou podnikatelskou činnost. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 11 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.1.5 AAA Auto a kapitálový trh v roce 2007

Od svého uvedení na burzu 24.9.2007 (IPO cena 55 Kč) titul oslabil o 15,7%. Je negativně poznamenán nízkou likviditou a vysokou volatilitou, která pramení z parametrů emise a zařazení do segmentu SPAD. Malá velikost emise omezuje zájem institucionálních investorů. Samozřejmě je nutné, aby se současná expanze (rozšiřování pobočkové sítě) pozitivně projevila i ve výsledcích hospodaření. Společnost zatím své plány plní (11).

4.2 CETV

4.2.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES LTD	
Sídlo společnosti:	Clarendon House, 2 Church St., Hamilton, HM CX	
Počet kusů v emisi:	34 321 889	ISIN: BMG200452024
Předmět činnosti emitenta:	provozování komerčních televizních stanic ve střední a východní Evropě	

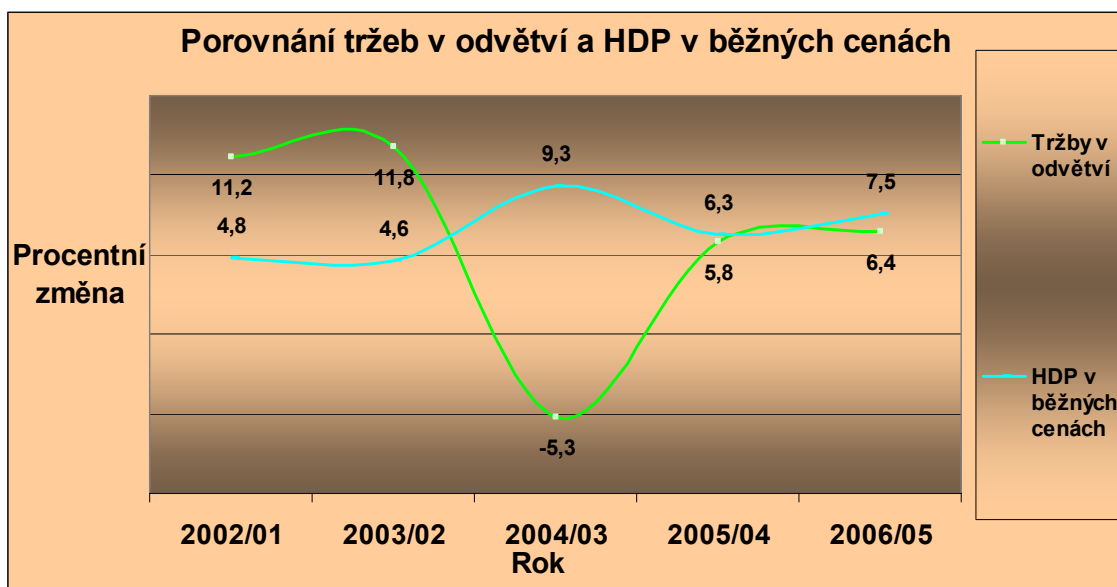
Central European Media Enterprises (CME) je společnost se sídlem na Bermudách, která vlastní 9 televizních kanálů v šesti zemích střední a východní Evropy – TV Nova + Galaxie Sport (ČR), TV Markíza + Galaxie (Slovensko), Nova TV (Chorvatsko), Pro TV, ACASA a PRO CINEMA (Rumunsko), POP TV a Kanál A (Slovinsko) a Studio 1+1 (Ukrajina) se sledovaností zhruba 90 mil. diváků.

TV Nova v ČR je přitom nejvýnosnější televizní stanicí, která loni tvořila 53% tržeb. Na dalších místech jsou Rumunsko (19%), Ukrajina (14%), Slovinsko (12%) a Chorvatsko (3%). CME dokončila v květnu 2005 převzetí TV Nova, když koupila 85% podíl od PPF za 630 miliónů dolarů (490 mil. dolarů v hotovosti a zbytek v podobě 3,5 mil. akcií CME). Platba hotovosti za nákup TV Nova byla pokryta úvěrem ve výši 350 mil. eur. Na zbylých 15% má CME kupní opci (podle dohody má 15% akcií stát 205,6 mil. dolarů), jejíž zaplacení bude financováno z květnové emise 5,405 mil. nových akcií. CME také odkoupil většinový podíl ve společnosti CET21, která vlastní licenci na vysílání. Společnosti se podařilo prodloužit licenci TV Markíza o dalších 12 let a získat zpět podíl na sledovanosti TV Nova a tedy i zvýšený příjem z reklam. Čeká se, jaký dopad bude mít na TV Nova spuštění digitálního vysílání, respektive definitivní konec analogového. Část příjmů z reklam uzmou nové stanice, ale na druhou stranu se bude snižovat podíl státní České televize (15%).

4.2.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Provozování televizních stanic je společně s rozhlasovým vysíláním, uměleckou a zábavní činností dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ 92, která je definována jako skupina *REKREAČNÍ, KULTURNÍ A SPORTOVNÍ ČINNOSTI*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že provozování televizních stanic lze zařadit k odvětvím *anticyklickým*. V dalších letech přepokládám pomalé snižování HDP a proto očekávám mírné zvyšování tržeb tohoto segmentu.



Graf 12 Porovnání tržeb v odvětví (CETV) a HDP v b. c.

V roce 2006 bylo v České republice celkem 3 699 000 domácností vybavených alespoň jedním televizorem, což představovalo 96,6% všech domácností. Z těchto tzv. televizních domácností mělo 17,7% možnost sledovat kabelovou televizi, 7,4% disponovalo vlastním satelitním přijímačem a 1,7% bylo připojeno na společné satelitní antény. Kromě analogového vysílání je stále více domácností schopno přijímat i digitální vysílání. Podle odhadů z druhé poloviny roku dokonce 8,2% domácností přijímá pozemní digitální televizní vysílání vedle dalších, které jsou schopny zachytit

digitální vysílání přes satelit nebo kabelem. Rozvoj a zavádění pozemního digitálního televizního vysílání v systému DVB-T ovlivní v České republice podstatně vyšší procento televizních diváků než v sousedních nebo srovnatelně velkých a lidnatých evropských zemích. Znamená to, že nástup pozemního digitálního televizního vysílání v České republice přináší jeho provozovatelům potenciálně podstatně vyšší podíl na trhu než v zemích s vyšší penetrací kabelového a satelitního vysílání, ale současně zvyšuje odpovědnost státu za rychlý a úspěšný přechod na novou technologii.

Pro český reklamní trh znamenal rok 2006 z pohledu celkových investic do médií mírné zklamání. V roce naplněném mimořádnými sportovními a společenskými událostmi vzrostly čisté výdaje na nákup reklamního prostoru a času meziročně o 2,7%, což ve srovnání s rokem 2005 znamená pokles tempa růstu o téměř 1 procentní bod. Podle kvalifikovaných odhadů dosáhly v roce 2006 celkové výdaje inzerentů do reklamy v médiích v České republice úrovně 18,25 mld. Kč.

Hlavní příčinou pomalejšího růstu celého reklamního „průmyslu“ byla situace na trhu televizní reklamy, kde došlo pouze k minimálnímu meziročnímu růstu investic (+0,1%). Výdaje na televizní reklamu v České republice vzrostly z 8,59 mld. Kč na 8,6 mld. Kč. I přes meziroční stagnaci si sektor televizí s výrazným náskokem drží pozici nejsilnějšího inzertního média. V roce 2006 činil jeho podíl na celkových inzertních výdajích do médií více než 47%, což je v evropském měřítku nadprůměrný výkon.

Důvodem výrazného zpomalení televizního trhu se stala komerční politika privátních stanic, jejichž souboj citelně snížil průměrnou reálnou cenu reklamního zásahu. Díky této situaci došlo na trhu k paradoxu, kdy výrazně narostl odvysílaný časový objem reklamy i celkové množství GRP (jednotek zásahu televizní reklamy), ale celkový objem investovaných peněz prakticky stagnoval (15).

4.2.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- 9 TV stanic v 6 zemích střední Evropy

- vysoký podíl TV Nova na sledovanosti v ČR
- 66% podíl na výdajích do reklamy v ČR

SLABÉ STRÁNKY

- licence na TV Nova vyprší v roce 2017
- kurzová rizika

PŘÍLEŽITOSTI

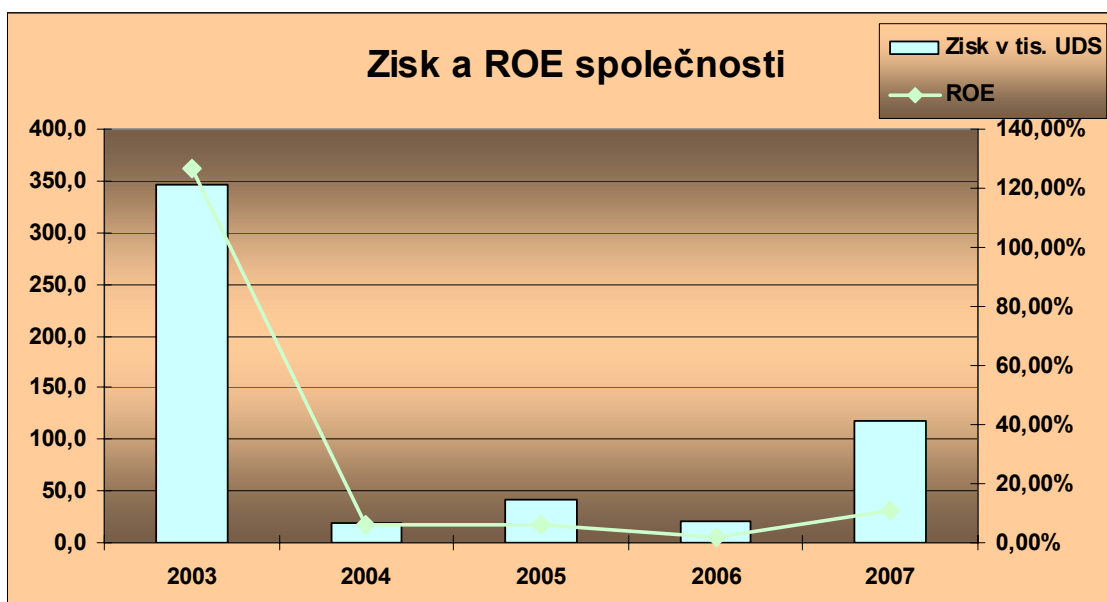
- růst životní úrovně a tím i objem reklamy
- zvýšení kontroly v TV Markíza
- zrušení reklam v České televizi
- expanze do dalších zemí (Bulharsko, Polsko, Srbsko)

HROZBY

- rostoucí konkurence kabelových a satelitních TV
- digitální vysílání
- nutnost investic do digitálního zařízení
- změna podmínek licence na TV Nova v roce 2017 (prodloužení)
- reklama na internetu

4.2.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje podobné hospodářské výsledky jako tržby v oboru ve kterém má obor podnikání. V roce 2003 dosáhla rekordních zisků i rentability, tyto výsledky v následujících třech letech nezopakovala a vykazovala poměrně slabých výsledků. V roce 2007 se předpokládá zlepšení výsledků, tyto výsledky nejvíce ovlivňuje televizní stanice NOVA. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 13 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.2.5 CETV a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku si titul připsal 40,2%. Silný nárůst z počátku roku lze přičíst nejisté situaci ohledně ukrajinské licence, které končila platnost k 31.12.2006. Na přelomu roku se však situace vyřešila. Solidní výsledky, vstup nového finančního partnera (fondy APAX) a silná doporučení posouvají titul stále výše. Vývoj během roku však byl v souladu s vývojem trhu, volatilita byla zvýšená v návaznosti na globální dění (11).

4.3 ČEZ

4.3.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	ČEZ, a.s.	
Právní forma:	akciová společnost	
Sídlo společnosti:	Duhová 2/1444, 140 53 Praha 4	
Počet kusů v emisi:	592 210 843	ISIN:CZ0005112300
Předmět činnosti emitenta:	prodej elektřiny, výroba elektřiny, provozování distribuční soustavy, poskytování podpůrných služeb elektrizační soustavě, výroba, rozvod a prodej tepla, telekomunikace, informatika, jaderný výzkum, projektování, výstavba a údržba energetických zařízení, těžba surovin, zpracování vedlejších energetických produktů a jiné	

Akciová společnost ČEZ byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR, jenž je doposud majoritním vlastníkem jejích akcií. V roce 2003 vznikla spojením ČEZ, a. s. s distribučními společnostmi (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika) Skupina ČEZ, která se tak stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy.

Skupina ČEZ patří do evropské desítky největších energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou. V České republice je skupina ČEZ největším výrobcem elektřiny a tepla, na většině území provozovatelem distribuční soustavy a nejsilnějším subjektem na velkoobchodním i maloobchodním trhu s elektřinou. Většina výrobních kapacit je soustředěna v mateřské společnosti ČEZ, a. s.

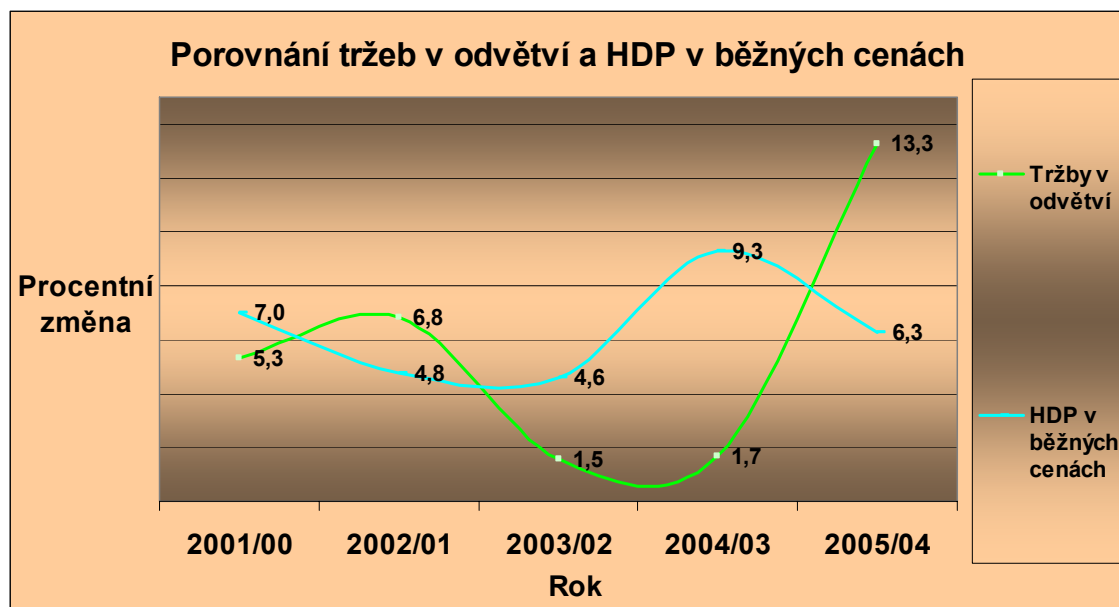
Úspěšné akvizice distribučních firem v Bulharsku a Rumunsku, jakož i elektráren v Polsku a Bulharsku otevřely Skupině ČEZ cestu na nové trhy. V průběhu

roku 2006 přibýly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. Byly zahájeny přípravy na povinný unbundling (jednotlivé ocenění) v Bulharsku, které úspěšně vyvrcholily začátkem roku 2007 jeho provedením (16).

4.3.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Výroba a distribuce elektrické energie jakožto hlavní obor podnikání společnosti je společně s výrobou a rozvodem plynu a vody dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ E, která je definována jako skupina *VÝROBA A ROZVOD ELEKTŘINY, PLYNU A VODY*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že výrobu a rozvod elektřiny lze zařadit k odvětvím *neutrálním*, tyto údaje jsou však podle mě zkresleny, skupina ČEZ je nadnárodní společnost, její výsledky se konsolidují. Výsledky ČEZu jakožto největšího podniku v oboru ovlivňují tržby v tomto sektoru.



Graf 14 Porovnání tržeb v odvětví (ČEZ) a HDP v b. c.

Výroba elektrické energie

Oproti roku 2005 se výroba elektrické energie Skupiny ČEZ zvýšila o 5 516 GWh (o 9,2 %) na rekordních 65 532 GWh. Prodej elektřiny koncovým zákazníkům dosáhl 44 TWh a meziročně vzrostl o 14,8 %. Významnou měrou se na tom podílely i uhelné elektrárny, které Skupina ČEZ získala v Bulharsku a Polsku. V segmentu Střední Evropa bylo vyrobeno 64 874 GWh, to je o 4 858 GWh více než v roce 2005. Z toho nárůst výroby v České republice činil 2 467 GWh (o 4,1 %), polské elektrárny od 1. 6. 2006 vyrobily 2 391 GWh. Segment Jihovýchodní Evropa tvoří od IV. čtvrtletí 2006 také Elektrárna Varna, která za dané období vyrobila 658 GWh elektřiny.

Instalovaný výkon k 31. 12. 2006

Skupina ČEZ vlastnila v roce 2006 výrobní zdroje na území České republiky, Bulharska a Polska. Celkový instalovaný výkon Skupiny ČEZ k 31. 12. 2006 činil 14 392 MW a meziročně vzrostl o 2 094 MW. Ke zvýšení došlo v kategorii uhelných elektráren, kde se instalovaný výkon zvýšil o 2 088 MW v důsledku nových akvizic uhelných zdrojů elektráren ELCHO a Skawina (Polsko) a Varna (Bulharsko). Ve vodních elektrárnách se zvýšil instalovaný výkon o 1,6 MW malou vodní elektrárnou Skawinka (Polsko) a v České republice o paroplynovou elektrárnu Mohelnice s instalovaným výkonem 4 MW.

Předpokládaná situace ve výrobě elektřiny

Hlavní iniciativy v rámci výroby elektřiny v České republice jsou zaměřené na schopnost ČEZu udržovat dlouhodobě svou výrobní kapacitu – jedná se jednak o zlepšení parametrů jaderných elektráren Dukovany a Temelín a jednak o obnovu uhelných elektráren. Program Jaderné elektrárny Dukovany předpokládá zvýšení dosažitelného výkonu každého bloku o více než 40 MW (tj. celkový nárůst výkonu o více než 160 MW) a dále vytvoří technické předpoklady pro prodloužení životnosti až o 20 let. V rámci obnovy uhelných elektráren bude v roce 2007 zahájena rekonstrukce 3. a 4. bloku Elektrárny Tušimice II. Zároveň probíhá intenzivní příprava dalších projektů, zejména komplexní obnova Elektrárny Prunéřov II a výstavba nového bloku v lokalitě Ledvice.

Česká republika

Dominantní objem elektřiny ČEZ, a. s. směřoval v roce 2006 na český trh. Většina obchodů je kontrahována na rok dopředu (tzv. roční forward). V průběhu roku jsou pak uzavírány především obchody měsíční a denní, související s postupnou optimalizací výrobní i obchodní pozice. Hlavními obchodními kanály jsou pro spotový trh OKO (organizované operátorem trhu) a pro forwardový trh aukce, brokerské platformy (TFS) a bilaterální obchody.

V roce 2006 ČEZ, a. s., kontrahoval elektřinu na roční bázi pro rok 2007 prostřednictvím aukce elektřiny vyrobené ve virtuální elektrárně na 400 MW ročního pásma (se snížením výkonu v letních měsících). Konání této aukce bylo uloženo Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže, dobrovolné aukce na 500 MW ročního pásma, která byla pořádána nezávislou aukční kancelář a dále přímým prodejem ostatních sezónních produktů. Menší část kontraktace byla provedena prostřednictvím brokerských platform a bilaterálními obchody. Výsledné dosažené ceny na rok 2007 byly pro aukci virtuální elektrárny 1 220 Kč/MWh a pro aukci 500 MW v částce 1 244 Kč/MWh s meziročním nárůstem 17,1 %, resp. 19,5 %. Cena silové elektřiny průměrného spotřebního diagramu vzrostla o 16,8 %. Dosažený cenový růst byl zapříčiněn především rostoucí poptávkou po elektřině v regionu a též úrovní cen v okolních zemích (16).

4.3.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silný podíl na domácím trhu
- vlastník 5 distribučních společností a uhelných dolů
- nízké zadlužení
- nižší náklady na výrobu elektřiny
- velký objem volního cash flow
- vlastník společností v zahraničí

SLABÉ STRÁNKY

- poruchy v jaderné elektrárně Temelín

PŘÍLEŽITOSTI

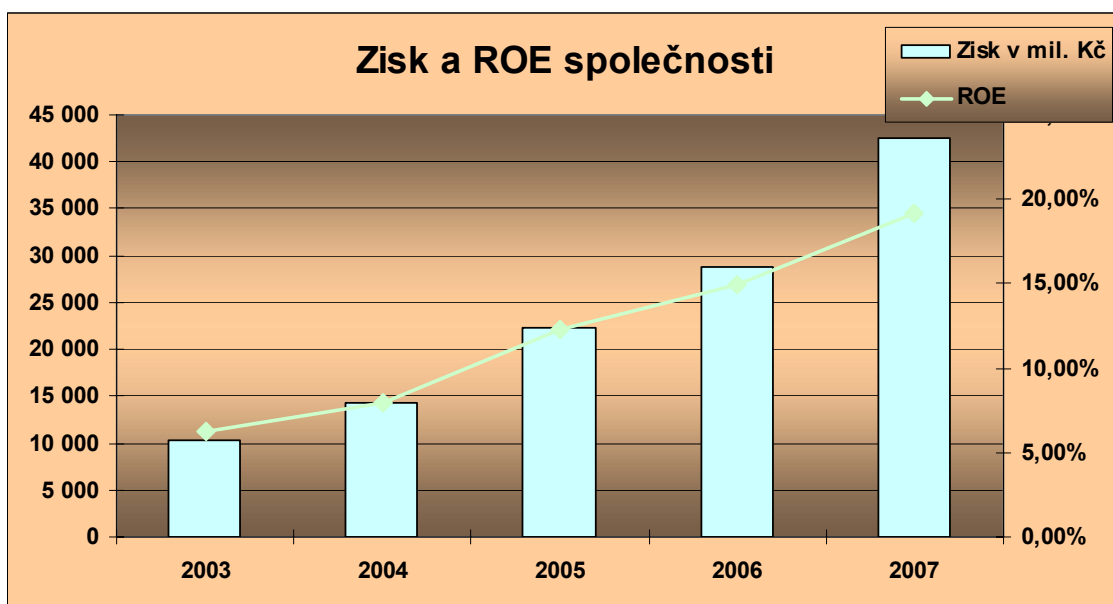
- ekonomický růst ČR a západní Evropy
- růst poptávky po elektřině
- růst cen elektřiny
- expanze v zahraničí
- restrukturalizace distribučních společností
- obchodování s emisemi

HROZBY

- volatilita cen emisních povolenek
- strana zelených ve vládě

4.3.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu, díky dceřiným společnostem v ostatních zemích Evropy se tento trend očekává, tento trend by měl podpořit i vývoj HDP v zemích kde společnost provozuje svou podnikatelskou činnost. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 15 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.3.5 ČEZ a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku akcie posílily o 46,7% (největší nárůst na BCPP). Podporou v růstu jsou mu jak externí faktory (růst energií v návaznosti na růst ropy na komoditních trzích, růst poptávky po elektřině), tak interní faktory - odkup vlastních akcií (plán je 10% vlastního jmění, splněno již 8,7%) a akviziční politika (11).

4.4 ECM

4.4.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G.	
Sídlo společnosti:	2 Avenue Charles de Gaulle, L1653 Lucemburk	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	4 112 500	ISIN: LU0259919230
Předmět činnosti emitenta:	Projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí, provádění transakcí týkajících se cenných papírů a patentů	

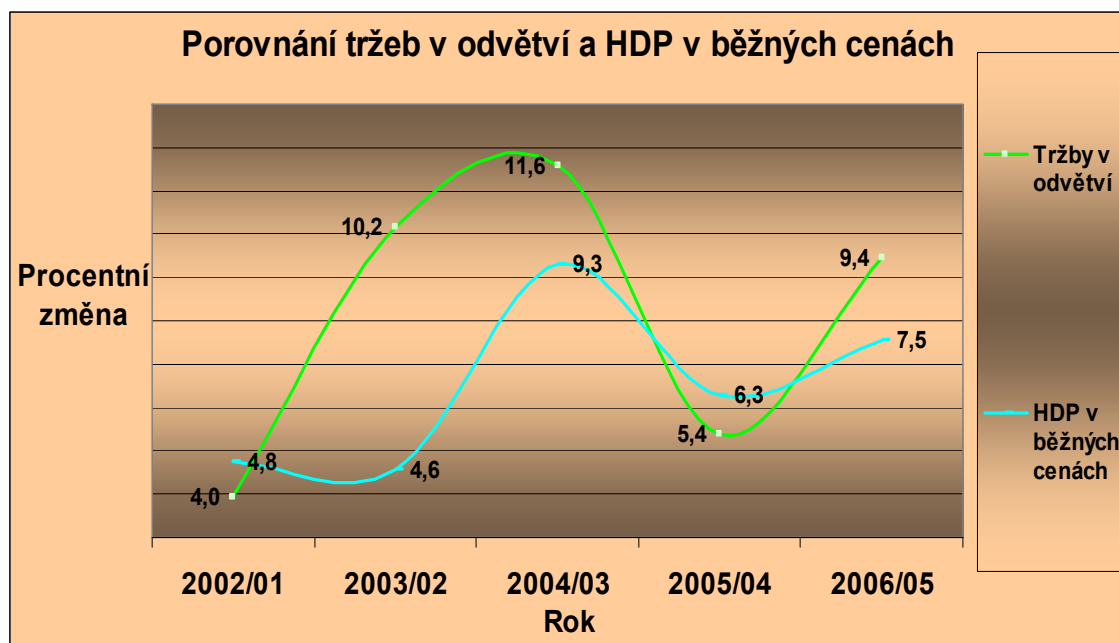
Skupina ECM působí na českém trhu již 15 let a má za sebou realizace řady úspěšných projektů především v Praze, ale i v dalších regionech České republiky a zahraničí. Stojí za ní portfolio kancelářských, bytových, hotelových i multifunkčních projektů. ECM nyní realizuje, nebo připravuje projekty o ploše více než 300 tisíc m². Úspěch ECM je založený na know-how zaměstnanců, firemní filosofii a hodnotách.

ECM se snaží vytvářet příjemné, kultivované životní a pracovní prostředí s citlivým architektonickým zpracováním, víceúčelové stavby harmonicky zasazené do okolí a ve vzájemné synergii. ECM podporuje prospěšné aktivity, ekologii a společenskou odpovědnost (17).

4.4.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Stavebnictví jakožto hlavní obor podnikání společnosti je společně s příbuznými činnostmi dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ 45, která je definována jako skupina *STAVEBNICTVÍ*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že stavebnictví lze zařadit k odvětvím *cyklickým*. V dalších letech přepokládám zpomalení růstu HDP a proto očekávám i zpomalení tržeb tohoto odvětví.



Graf 16 Porovnání tržeb v odvětví (EMC) a HDP v b. c.

Trh administrativních prostor

V Praze bylo v roce 2006 pronajato více než 285 000 m² administrativních prostor, což byla rekordní hodnota. Podíl neobsazených prostor poklesl na 7,72 %. Očekává se, že podíl neobsazených prostor vzroste v roce 2007 na 14 – 15 %. V roce 2006 v Praze rostla výstavba nových administrativních prostor stabilním tempem, její objem dosáhl cca 150 000 – 200 000 m². Ačkoli je Praha z hlediska důležitosti pro trh nemovitostí stále na prvním místě, strmý růst zaznamenávají další města, jako Ostrava, Brno nebo Plzeň. Nominální nájemné za administrativní prostory kategorie A v Praze zůstává stabilní. Maximální výnosy se pohybují okolo 5,75 %, a to jak ve středu města, tak ve vznikajících administrativních centrech. Podle odhadů pro rok 2007 bude v Praze potřeba vybudovat dalších 250 000 m² administrativních prostor. Nejrozsáhlejší výstavba administrativních prostor od poloviny devadesátých let probíhá v Praze 4, kam

směřují velké mezinárodní společnosti, včetně mnoha významných bank a jiných finančních institucí.

Trh maloobchodních prostor

V roce 2006 byla vybudována nákupní centra o rozloze přes 150 000 m², což představuje více než dvojnásobné tempo růstu oproti roku 2003. Trh nadále posiloval díky rostoucím spotřebitelským výdajům a vyššímu počtu zahraničních turistů. Podle odhadů bude v průběhu následujících tří let vybudováno dalších 600 000 m² maloobchodních prostor.

Trh bydlení

Osmiprocentní meziroční nárůst počtu rozestavěných bytových jednotek na celkových více než 168 000 představuje o 3 % vyšší růst než v letech 2004 – 2005. Roste zájem o větší rezidenční projekty vyšší kvalitativní úrovně. V roce 2007 očekáván další růst (17).

4.4.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- dobré portfolio projektů
- diverzifikace na kancelářskou a rezidenční oblast
- dlouholetá přítomnost na trhu

SLABÉ STRÁNKY

- finanční omezení
- zaměření se na několik málo zemí
- management složen převážně z tuzemců

PŘÍLEŽITOSTI

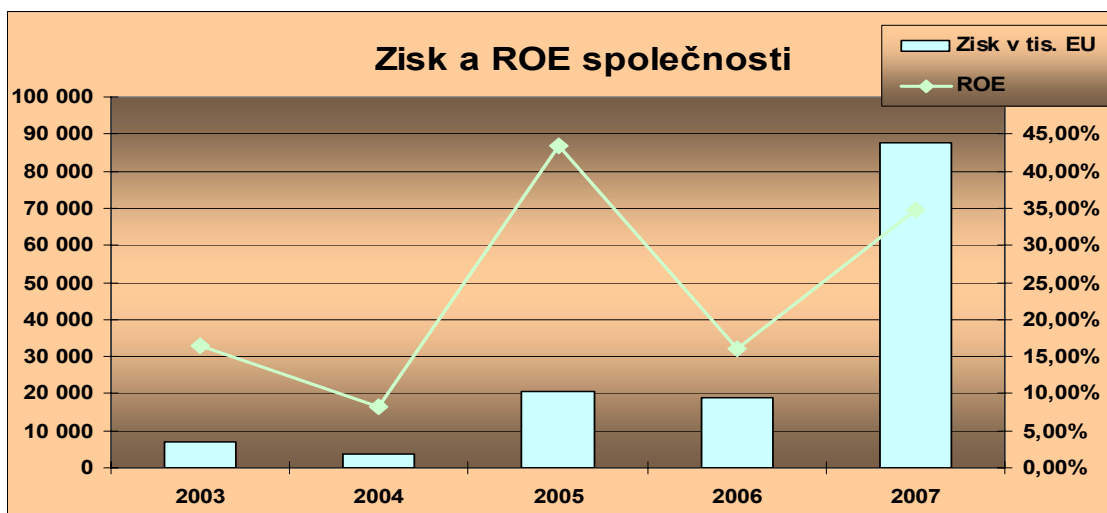
- velký růstový potenciál v Rusku
- potřeba dalších kanceláří
- budování sídel nadnárodních společností v zemí střední a východní Evropy

HROZBY

- vstup nových zahraničních developerských firem
- stagnace poptávky po rezidenčním bydlení
- růst úrokových sazeb

4.4.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje nejednotné finanční výsledky jak v zisku tak v ROE. V roce 2007 společnost předpokládá rekordní zisk i ROE. Zásluhou nadnárodní působnosti společnosti se nedá z určitostí předpovídat hospodářský vývoj hospodářských výsledků závislých na poptávce po bytových i nebytových prostor. Lokální propady poptávky po prostorách by mělo zmírnit podnikání v zemích kde společnost provozuje podnikatelskou činnost. Společnost nemůže pružně reagovat na změnu poptávky, vyplývá to z předmětu podnikání.



Graf 17 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 - 2007

4.4.5 ECM a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku titul poklesl o 13,6%. Poměrně nový titul (na pražské burze od prosince 2006) měl zajímavý začátek roku, kdy se cena vyšplhala až nad úroveň 2 000 Kč za akcii. Nicméně nepříznivá situace na globálních trzích v důsledku americké hypoteční krize způsobila výrazné oslabení akcií realitních firem a bank. Ačkoliv se fundamentálně na ECM nic nemění, příslušnost k realitnímu sektoru zapříčinila téměř 14% pokles od počátku roku. ECM v roce 2007 vstoupilo na čínský realitní trh (11).

4.5 ERSTE BANK

4.5.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG	
Sídlo společnosti:	Graben 21, 1010 Vídeň	
Právní forma:	akciová společnost,	
Počet kusů v emisi:	316 288 945	ISIN: AT0000652011
Předmět činnosti emitenta:	Bankovní služby	

Erste Bank je podle počtu klientů a výše bilanční sumy největší bankou ve střední Evropě. Erste Bank byla založena již v roce 1819 jako „Erste österreichische Spar-Casse“. Během následujících 150 let se vyvíjela jako banka pro privátní klientelu. V roce 1997 se sloučila s bankou GiroCredit a stala se druhou největší bankovní skupinou v Rakousku a také vstoupila na burzu ve Vídni a od října 2002 jsou její akcie kótované i v Praze. V roce 2002 začala úzce spolupracovat s rakouskými spořitelny. Skupina Erste Bank má dnes přes 15 milionů klientů v osmi zemích - Rakousko, Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Chorvatsko, Srbsko, Rumunsko a Ukrajina. V červenci 2005 Erste Bank dokončila nákup 83,3% akcií srbské banky Novosadska. V prosinci 2005 zvítězila v soutěži na koupi 61,9% akcií rumunské banky Banca Commerciala Romana. Erste bank vstoupila od ledna 2007 na bankovní trh na Ukrajině skrze akvizici Banky Prestiže.

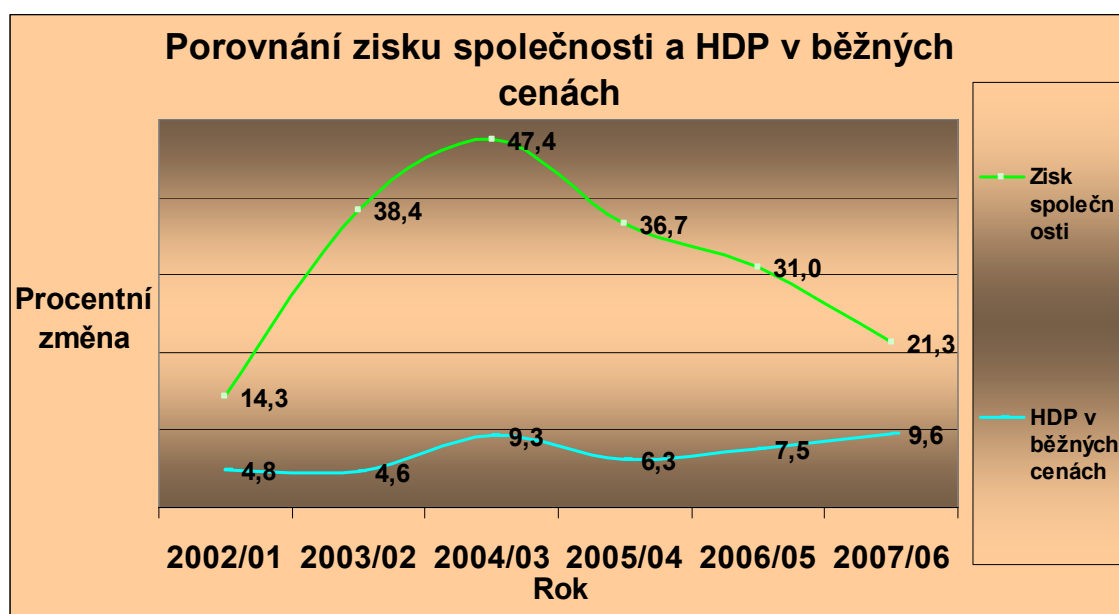
Erste Bank a její partneři mají silnou tržní pozici v nabídce produktů drobného bankovníctví, ve financování nemovitostí, v obchodě s privátními klienty a ve službách pro malé a střední podniky.

1.října 2002 začala Erste Bank obchodovat své akcie na Burze cenných papírů Praha. Staly se tak prvními zahraničními akciemi, se kterými se na pražské burze obchoduje (18).

4.5.2 Situace v odvětví

Úroveň zisku popisující hospodaření a ekonomický vývoj společnosti znázorňuje citlivost společnosti na hospodářský cyklus. Absence bližších informací bankovního sektoru mi znemožnilo porovnat HDP a tržby (banky účtují podle jiných předpisů) v odvětví, tržby v odvětví jsou nahrazeny ziskem společnosti.

Statistický úřad nezveřejňuje tržby těchto segmentů. Na základě údajů z grafu nelze dojít k fundovaným závěrům. Erste bank je nadnárodní banka která působí v různých zemích a to prostřednictvím vlastněných společností, proto nelze brát v úvahu porovnání zisku s HDP jednotlivé země. Bankovníctví je v literatuře klasifikováno jako *cyklické* odvětví.



Graf 18 Porovnání tržeb v odvětví (ERSTE BANK) a HDP v b. c.

4.5.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silná tržní pozice
- vysoká kapitálová přiměřenost

- dobré portfolio projektů
- rostoucí zisk
- využívání úspor nákladů z rozsahu

SLABÉ STRÁNKY

- finanční omezení

PŘÍLEŽITOSTI

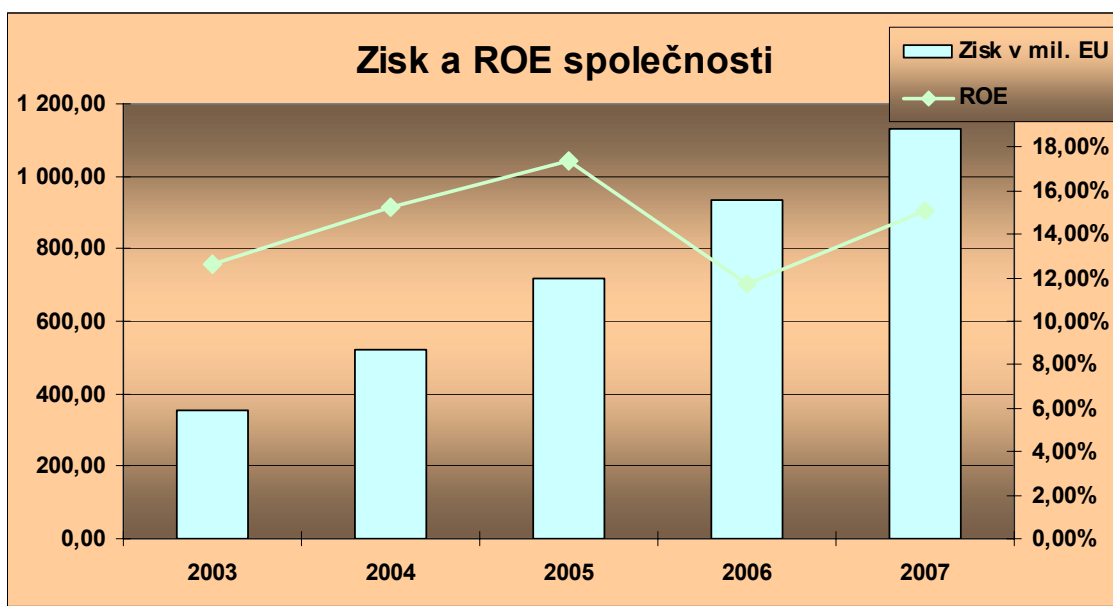
- velký růstový potenciál v zemích střední a východní Evropy kde společnost podniká
- akvizice bank a finančních institucí

HROZBY

- nárůst konkurence po vstupu zemí do EU
- zhoršení platební schopnosti dlužníků

4.5.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky, rentabilita vykazuje rostoucí tendenci jen v roce 2006 zaznamenala propad. V roce 2007 se očekává nejvyšší zisk i rentabilita společnosti. Společnost má dobré předpoklady tento trend hospodářských výsledků přinejmenším zopakovat díky společnostem které vlastní i v ostatních zemích Evropy. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 19 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 - 2007

4.5.5 ERSTE BANK a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku akcie oslabily o 17,1%. Obchodování bylo klidné, v rozmezí 1 600 až 1 700 Kč (s maximem na 1 741 Kč v červnu). Úvěrová krize a příslušnost do bankovního sektoru však zapříčinily pokles titulu až na úroveň 1 173 Kč (26. 11. 2007), kterou jsme jinak mohli naposledy vidět v polovině roku 2006. Fundamentálně se v bance nic nemění a stále vytváří velké zisky. Management Erste podrobně popsal svou angažovanost v cenných papírech navázaných na hypotéky. Angažovanost Erste je výrazně nižší než u konkurenčních bank. Erste rovněž letos začala konsolidovat svou ukrajinskou akvizici (0,2% podíl na tržbách Erste). Přínos této akvizice do celkového zisku je však zatím záporný, potenciál má však do budoucna (11).

4.6 KOMERČNÍ BANKA

4.6.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	Komerční banka, a.s.	
Sídlo společnosti:	Na Příkopě 33 čp.969, 11407 Praha 1	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	38 009 852	ISIN: CZ0008019106
Předmět činnosti emitenta:	Bankovní služby	

Komerční banka patří k největším a nejvýznamnějším bankovním institucím na českém trhu. V roce 1992 byla transformována ze státního peněžního ústavu na akciovou společnost. V říjnu roku 2001 byl dokončen privatizační proces a banka se spolu se svými dceřinými společnostmi stala součástí finanční skupiny Société Générale. Další společnosti finanční skupiny Komerční banky nabízejí specializované služby, mezi které patří penzijní pojištění, stavební spoření, factoring, spotřebitelské úvěry a pojištění.

Služby Komerční banky využívá více než 1,5 milionu zákazníků prostřednictvím telefonního, internetového a mobilního bankovníctví a také 378 poboček a 649 bankomatů po celé České republice. V rámci pobočkové sítě banka vybudovala 35 specializovaných business center pro střední podniky a municipality a 8 center pro velké podniky. Tato centra byla od 1. ledna 2007 sloučena do 4 korporátních divizí. Nabídka služeb zahrnuje hypoteční úvěry, spotřebitelské půjčky a kreditní karty, stavební spoření a úvěry, životní a neživotní pojištění, penzijní připojištění, investice do podílových fondů, leasingové a factoringové služby, správu aktiv, správu cenných papírů, finanční poradenství atd.

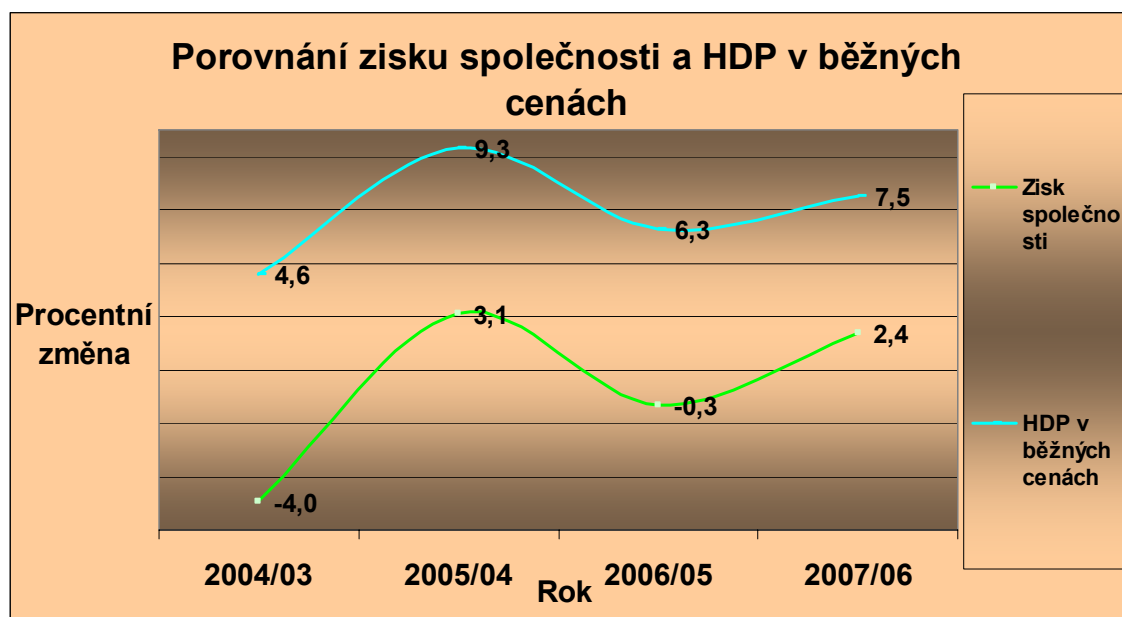
Obezřetný přístup k řízení rizik KB, dobrá likvidita a kapitálová přiměřenost, příznivé hospodářské výsledky a podpora SG jsou vyjádřeny v ratingových hodnoceních banky. Dlouhodobý rating od společnosti Moody's Investors Service byl

na konci roku 2006 na stupni A1, od společnosti Standard & Poor's na stupni A a od společnosti Fitch Ratings na stupni AA- (19).

4.6.2 Situace v odvětví

Úroveň zisku popisující hospodaření a ekonomický vývoj společnosti znázorňuje citlivost společnosti na hospodářský cyklus. Absence bližších informací bankovního sektoru mi znemožnilo porovnat HDP a tržby (banky účtují podle jiných předpisů) v odvětví, tržby v odvětví jsou nahrazeny ziskem společnosti.

Statistický úřad nezveřejňuje tržby těchto segmentů. Na základě údajů z grafu tvrdím, že bankovníctví lze zařadit k odvětvím *cyklickým*. V dalších letech přepokládám zpomalení růstu HDP a proto očekávám i zpomalení tržeb tohoto odvětví.



Graf 20 Porovnání tržeb v odvětví (KB) a HDP v b. c.

Za rok 2007 zvýšila skupina Komerční banky ve srovnání s rokem 2006 čistý zisk o 9,8 %. Ke zvýšení největším dílem přispěla akvizice společnosti Modrá pyramida stavební spořitelna v říjnu 2006. Skupina těžila rovněž z růstu čistých úrokových výnosů a úspěšného vývoje finančních trhů. K úspěchu přispěl také pokles nákladů

rizika. Celkové konsolidované provozní výnosy narostly o 11,3 % na 14 407 milionů Kč. Skupina KB dokázala udržet vynikající úroveň provozní efektivity, která, vyjádřena poměrem nákladů a výnosů, dosáhla 45,5 %. Provozní zisk vzrostl o 10,9 % na 7 847 milionů Kč. Nízké úrokové sazby podporovaly další růst úvěrové aktivity, především úvěry domácnostem. Na konci června 2007 dosáhl objem úvěrů poskytnutých českým domácnostem 604 miliard Kč, což představovalo meziroční vzestup o 31 %. Hlavní část úvěrů domácnostem představují úvěry na bydlení, které mají na celkových úvěrech domácností 70% podíl. Druhou významnou položkou jsou spotřebitelské úvěry (včetně kontokorentních úvěrů a pohledávek z bankovních karet), které se na zadluženosti domácností podílejí přibližně 20 %. Podle analýz ČNB nepředstavuje současná výše zadluženosti českých domácností riziko ani pro bankovní sektor, ani pro sektor domácností – podíl ohrožených úvěrů domácností se pohybuje pod 3 %.

Celkový počet klientů samotné Komerční banky se zvýšil o 60 tisíc na 1,54 milionu. Struktura sítě pro podnikové klienty byla od ledna 2007 upravena tak, aby mohla lépe zabezpečit individuální přístup k zákazníkům. Tato nová struktura se skládá ze 4 divizí pro obsluhu velkých podnikových klientů a 35 business center pro podniky a municipality.

Celkový počet aktivních produktů přímého bankovníctví vzrostl o 10 % a přesáhl 1,2 milionu. Ani růst počtu platebních karet nepolevil. Klienti používali skoro 187 tisíc kreditních karet, což znamená meziroční zvýšení o 25 %. Z tohoto čísla 140 tisíc kreditních karet vydala banka občanům.

Úspěšný rozvoj úvěrových aktivit byl podpořen celkovým ekonomickým vývojem, ale ovlivnilo jej i očekávané zvýšení úrokových sazeb. V segmentu občanů stoupl objem hypoték o 31 % na 64,7 miliardy Kč. Objem standardních a překlenovacích úvěrů se zvýšil o 29,5 % na 27,7 miliardy Kč. Spotřebitelské půjčky poskytnuté KB a společností ESSOX vzrostly o 23 % a dosáhly 21,1 miliardy Kč. Také růst objemu úvěrů klientům-podnikatelům byl výrazný, meziročně o 16 %. Úvěry malým podnikům a podnikatelům stouply o 22 % na 12,9 miliardy Kč. Úvěry středním a velkým podnikům, které poskytuje KB a na Slovensku Komerční banka Bratislava,

vzrostly o 15 % na 153,5 miliardy Kč. Objem factoringových pohledávek společnosti Factoring KB se zvýšil o 17 % na 2,9 miliardy Kč.

Komerční banka bude nadále usilovat o naplnění výše popsané obchodní strategie. KB očekává další zvyšování celkového počtu zákazníků a rozšiřování distribuční sítě. Služby banky budou stále přístupnější, rozvíjeny budou kanály přímého bankovníctví, dostupné nonstop (19).

4.6.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silný zahraniční vlastník
- vysoká kapitálová přiměřenost
- nízký poměr náklady/výnosy
- nízký objem špatných úvěrů
- konec restrukturalizačního plánu skupiny

SLABÉ STRÁNKY

- nízký podíl úvěry/depozita
- klesající výnosy

PŘÍLEŽITOSTI

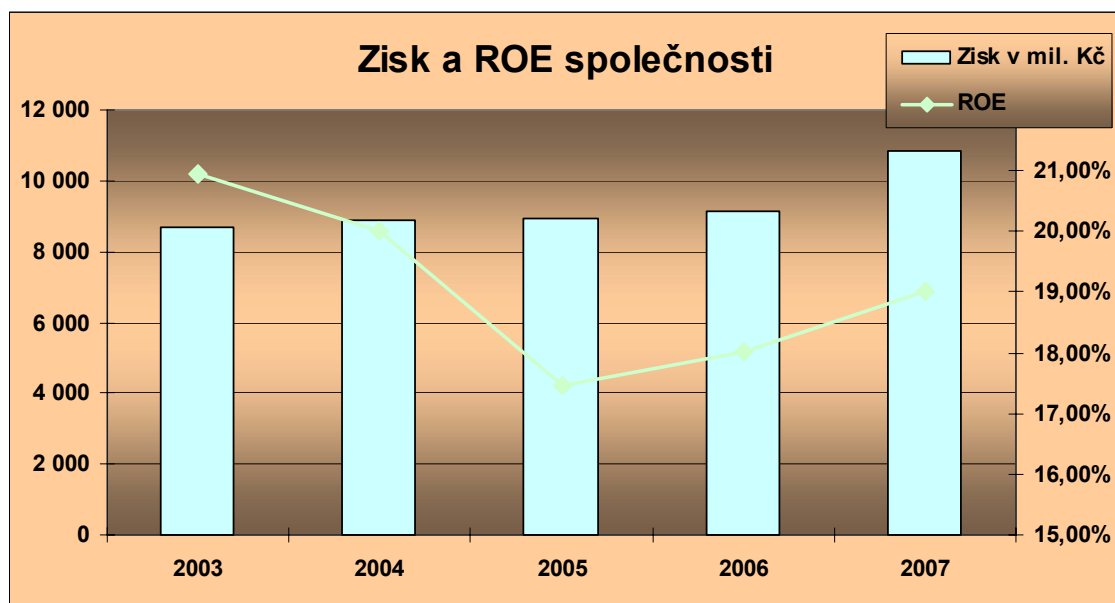
- expanze na domácím rozvíjejícím se trhu
- vývoj nových finančních produktů pro občany a malé podniky
- růst objemu úvěrování
- expanze drobného bankovníctví pomocí přímého bankovníctví

HROZBY

- nárůst konkurence ve střední Evropě po vstupu zemí do EU
- zhoršení platební schopnosti dlužníků

4.6.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje každoroční nárůst zisku. Rentabilita má od roku 2003 do roku 2005 klesající tendenci, od roku 2005 již rentabilita roste. Společnost patří k největším v ČR a k odvětví s cyklickým vývojem, proto lze očekávat i v dalších letech růst hospodářských výsledků. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 21 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.6.5 KOMERČNÍ BANKA a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku posílila o 39,4%. Komerční banka (na rozdíl od Erste Bank) se vyvíjela opačně než bankovní sektor, což dokazuje její meziroční nárůst. O KB letos zatím nebyla zveřejněna žádná významná zpráva, banka však vykazovala dobré hospodářské výsledky (11).

4.7 ORCO

4.7.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	ORCO PROPERTY GROUP S.A.	
Sídlo společnosti:	48 Bd Grande-Duchesse Charlotte, L 1330 Luxembourg	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	10 477 507	ISIN: LU0122624777
Předmět činnosti emitenta:	Přímé získávání nemovitostí a podílů, poskytování půjček společností, které jsou součástí skupiny	

Orco je předním investorem, developerem, správcem nemovitostí a manažerem nemovitostního fondu v oblasti realit a hotelnictví ve střední Evropě. Aktuálně spravuje majetek v hodnotě 1,31 miliardy EUR, ohodnoceno k 1. 1. 2007.

Orco je veřejnou společností se sídlem v Lucembursku, obchodovanou na burze Euronext v Paříži a Burze cenných papírů v Praze, Budapešti a ve Varšavě. Společnost podniká ve střední Evropě od roku 1991. Do portfolia Orco Property Group patří IPB Real, MaMaison Hotels & Apartments, Viterro Development, Gewerbesiedlungs-Gesellschaft mbH (GSG), Orco Real Estate a další maloobchodní projekty. Orco Property Group aktivně působí v mnoha zemích, zejména v České republice, Maďarsku, Polsku, Rusku, Chorvatsku, Německu, Slovensku a průběžně analyzuje investiční příležitosti v nových lokalitách. Základem fungování této rychle rostoucí nemovitostní skupiny je strategické investování a zkušený tým čítající více než 2500 zaměstnanců z patnácti zemí světa, kteří poskytují zákazníkům a partnerům Orca profesionální služby. Orco se zaměřuje na nejlepší lokality, kde vlastní prestižní a zároveň bohaté portfolio nemovitostí v hlavních evropských centrech, jejichž hodnota neustále stoupá.

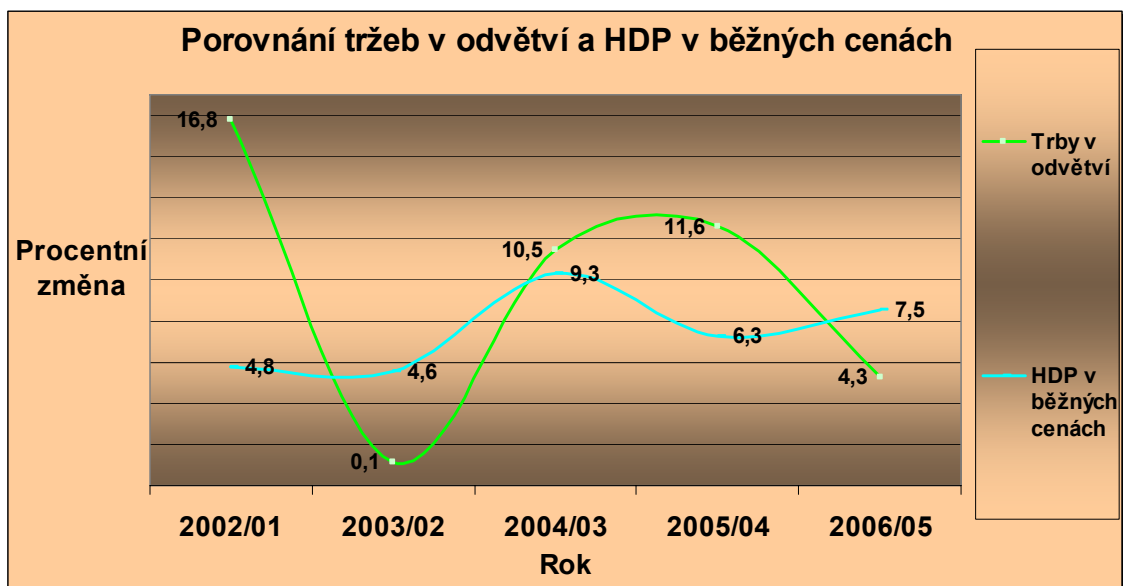
Každá jednotlivá divize skupiny Orco uspokojuje požadavky předních mezinárodních klientů, kteří oceňují kvalitu poskytovaných služeb a profesionální přístup.

Orco Property Group je rovněž manažerem a investorem lucemburského nemovitostního uzavřeného fondu Endurance Real Estate Fund For Central Europe (The Endurance Fund), který zastřešuje 4 podfondy zaměřené na realitní investice v oblasti kancelářských a obchodních budov, rezidenčních nemovitostí a hotelů. Celkový upsaný kapitál prvního z podfondů zaměřeného na investice na trhu kancelářských a obchodních nemovitostí představuje 150 milionů EUR a v současné době spravuje majetek ve výši cca 240 milionů EUR. Předpokládaná hodnota celkového portfolia tohoto podfondu po proinvestování celého upsaného kapitálu je cca 500 milionů EUR. Endurance Fund je určený institucionálním investorům a zaměřuje se na akvizice na realitních trzích v regionu střední Evropy. Druhý rezidenční podfond zahájil své aktivity v říjnu 2006 (20).

4.7.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Činnosti v oblasti nemovitostí jakožto hlavní obor podnikání společnosti je dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ 70, která je definována jako skupina *ČINNOSTI V OBLASTI NEMOVITOSTÍ*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že činnosti v oblasti nemovitostí lze zařadit k odvětvím *neutrálním*.



Graf 22 Porovnání tržeb v odvětví (ORCO) a HDP v b. c.

Orco realizovalo akvizice portfolia GSG a hypoteční banky Wertheim v Berlíně, Molcom v Rusku a prostor City Gate a Dunaj v Bratislavě. Celkový objem investic v posledním pololetí dosáhl 644 milionů EUR. Portfolio je oceňováno na 2,15 miliardy EUR.

Společnost vypsala dluhopisy s opčním listem v hodnotě 175 milionů EUR v březnu a díky uvedení akcí ve Varšavě a Budapešti úspěšně narostla prostřednictvím kapitálového navýšení o 172 milionů EUR. Dceřiná společnost Orco Germany vydala v květnu dluhopisy s opčním listem ve výši 100 milionů EUR.

Strategie zůstává zaměřena na dynamický růst v každé oblasti (investiční majetek, residenční development a správa majetku). Mix portfolia, jak sektorový investiční majetek v hlavních maloobchodních lokalitách a developement bytových jednotek střední třídy, tak geografický Německo, střední Evropa a nově i Rusko poskytuje dobrou rovnováhu v aktuálním nejistém prostředí.

Pokud jde o aktivitu v oblasti investičního majetku, potvrdili akviziční strategii zakoupením budovy Škoda Hradčanská v Praze, což doplňuje nákup v oblasti Bubny. Stavební práce v oblasti Bubny mohou začít během příštích dvou let. Skupina rovněž

realizuje retailovou výstavbu na luxusních lokalitách v centrech měst o rozsahu více než 200 000 m² v sedmi zemích, kde působí. Budapešťský tým získal před několika týdny potvrzení stavebního povolení pro obchodní dům Paříž a tato budova bude prvním velkým maloobchodním počinem. V každém z těchto projektů projevuje Orco vlastní přístup díky dynamické týmové práci a dokonalosti architektonické koncepce. Tyto redeveloperské projekty realizované z vlastních zdrojů maximalizují zisk pro akcionáře.

V oblasti residenčního developmentu bylo uplynulé pololetí významné díky prodeji 829 bytových jednotek. Tento vynikající výsledek byl realizován, jak v projektech v hlavních městech, tak v menších městech, jako je Hradec Králové. Potvrzuje to strategii při zajišťování hypotečních bank v menších městech, kde je obrovská potenciální poptávka. S ohledem na tuto skutečnost Orco dokončilo akvizici více než 7 ha ve Štětíně (Polsko). Rodina fondů Endurance pokračuje v rychlém růstu, kdy první dva fondy nyní dosáhly vlastní kapitál 250 milionů EUR a rovněž zaznamenali dobrý start hotelového fondu díky společnému podniku s AIG.

Ve všech segmentech Orco vykazuje velkou schopnost udržet růst a současně posilovat ziskovost. Další plány pro akvizice dnes obsahují více než 80 projektů.

Díky solidním základům německého a středoevropského trhu je cíl pro skupinu udržení tohoto působivého cyklu řízení růstu a současně zvyšovat ziskovost (20).

4.7.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silná pozice na trhu výstavby nových bytů v ČR
- silná poptávka po nových bytech v ČR
- nízkouročené hypoteční úvěry v ČR
- velký prostor pro další růst hypotečních úvěrů v ČR
- nízké ceny nemovitosti ve Střední Evropě
- vhodná poloha Prahy jako sídla pro evropské společnosti expandující do regionu

SLABÉ STRÁNKY

- možné administrativní překážky při vydávání územních rozhodnutí či stavebních povolení

PŘÍLEŽITOSTI

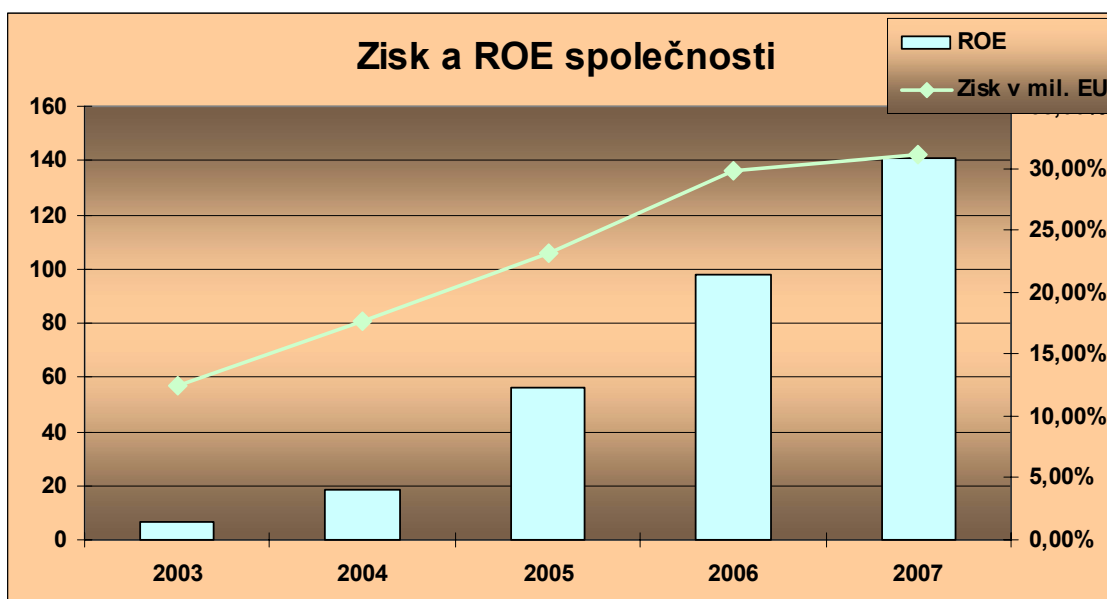
- projekty Suncani Hvar, Benice, Luxemburg Plaza, Hagibor, Budapešť, Berlín
- nové developerské projekty Slunečný vršek, Řepy, Štěrboholy, Kouzelné Mediánky, Plachta

HROZBY

- zpomalení ekonomického růstu
- deregulace nájemních bytů
- další růst úrokových sazeb

4.7.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu. Společnost očekává rekordní zisk i rentabilitu. Díky dalším akvizicím a činnostem v ostatních zemích Evropy se tento trend očekává, tento trend by měl podpořit i vývoj HDP v zemích kde společnost provozuje svou podnikatelskou činnost. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 23 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.7.5 ORCO a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku titul poklesl o 14,9%. Dobré výsledky hospodaření a především téměř 100% zvýšení čisté hodnoty aktiv (NAV) na akcii zapříčinily silný růst akcie na začátku roku. Svého maxima dosáhla v únoru (3 706 Kč). Negativní vliv však měla americká hypoteční krize a příslušnost Orca k realitnímu sektoru. Tyto faktory stojí za letošním poklesem akcií firmy. Orco od počátku roku oznámilo několik zajímavých realitních akvizic včetně koupě německého GSG za 400 mil EUR (komplex budov v Berlíně o rozloze 800 000 m²) (11).

4.8 PEGAS NONWOVENS

4.8.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	PEGAS NONWOVENS S.A.	
Sídlo společnosti:	68-70 Boulevard de la Pétrusse, L2320 Lucemburk	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	9 229 400	ISIN: LU0275164910
Předmět činnosti emitenta:	Výroba netkaných textilií	

Společnost vznikla v roce 1990 jako zcela nová, výhradně česká, privátní firma. Jejím předmětem činnosti se prakticky už od počátku stala výroba netkaných textilií, která je i dnes její hlavní náplní.

Tato výroba byla rozšířena v roce 2002 o výrobu bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyethylenu. Firma prošla od začátku svého založení rozsáhlým vývojem, kdy původně jako první založený závod v Bučovicích byl doplněn o druhý výrobní závod v Příměticích a zároveň bylo vybudováno ve Znojmě sídlo vedení společnosti.

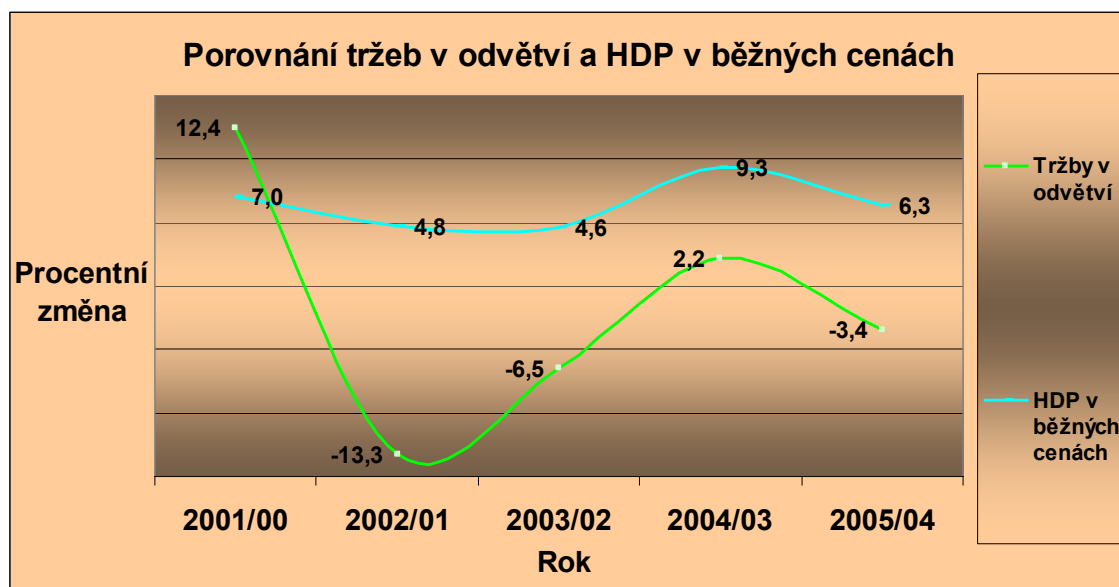
V sídle vedení společnosti jsou umístěny ekonomický a obchodní úsek, dále výkonné vedení společnosti. Oba závody slouží jako výrobní jednotky, řízené z centrálního sídla firmy.

V roce 2006 se společnost stává aktivním členem sdružení výrobců netkané textilie v Evropě EDANA a v témže roce se uskutečnila kotace akcií společnosti na pražské a varšavské burze (21).

4.8.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Výroba netkaných textilií jakožto hlavní obor podnikání společnosti je společně s příbuznými činnostmi v oděvnictví dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ DB, která je definována jako skupina *VÝROBA TEXTILIÍ, TEXTILNÍCH A ODĚVNÍCH VÝROBKŮ*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že výroba netkaných textilií lze zařadit k odvětvím *cyklickým*. V dalších letech přepokládám zpomalení růstu HDP a proto očekávám i zpomalení tržeb tohoto odvětví.



Graf 24 Porovnání tržeb v odvětví (PEGAS) a HDP v b. c.

Společnost se zaměřuje na bikomponentní netkané textilie typu spunlaid na bázi polypropylenu a polyethylenu. Firma Pegas dlouhodobě vykazuje růst produkce, tržeb a zisku. Pegas nonwovens bude pokračovat ve výstavbě nových výrobních kapacit s předstihem před hlavními evropskými konkurenty. V současné době probíhá výroba na sedmi linkách od firmy Reifenhauer, monopolního dodavatele této technologie, kapacita dosahuje 55tis tun. V říjnu 2007 byla uvedena do provozu nová linka, již osmá, která zvýší kapacitu o dalších 15,4tis tun (28%). Společnost dále zahájila projekt výstavby nové, deváté výrobní linky, jenž bude stát opět ve Znojmě.

Tento druh netkaných textilií se využívá v sektoru osobní hygieny, filtrace, v automobilovém odvětví, či medicíny. Společnost Pegas se specializuje na sektor osobní hygieny s 90% podílem tržeb (dětské plínky, dámská hygiena aj) a 10% tržeb plyne z průmyslového využití. Mezi hlavní odběratele patří společnosti Procter & Gamble, Kimberley-Clark, 3M, SCA, Ontex aj. Vzhledem k rostoucí poptávce po tomto druhu textilií se v střednědobém horizontu očekává další růst poptávky (21).

4.8.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silná pozice na trhu
- skvělé reference
- vysoká kvalita výrobků
- nízké provozní náklady

SLABÉ STRÁNKY

- nízká vyjednávací pozice při cenotvorbě
- plány expanze konkurence
- úzký počet zákazníků

PŘÍLEŽITOSTI

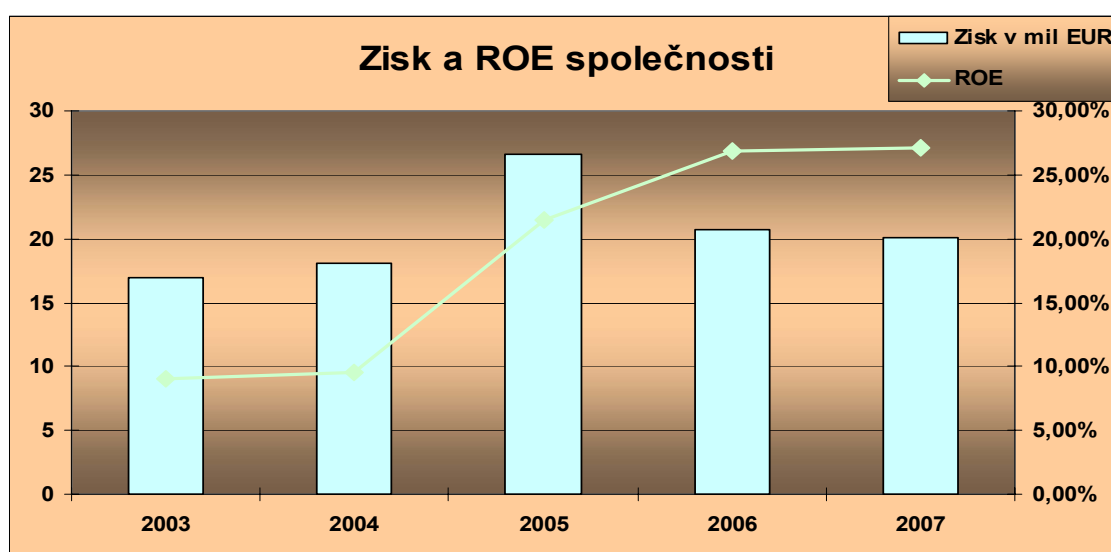
- expanze na východ (Rusko, Ukrajina)
- vyšší orientace na expandující automobilový průmysl
- růst spotřeby hygienických výrobků v regionu

HROZBY

- vysoká závislost na jeden segment trhu
- možnost vstupu konkurence na trh Střední a Východní Evropy
- lokální působnost (nemůže obsluhovat globálně své nadnárodní zákazníky)

4.8.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost v prvních dvou letech dosahuje přibližně shodných výsledků hospodaření. V roce 2005 se tyto ukazatele zvyšují oproti předcházejícím letům. Od roku 2005 až do předběžných výsledků v roce 2007 zisk společnosti klesá. Oproti tomu rentabilita ve všech sledovaných letech roste. Dá se očekávat zlepšení výsledů hospodaření, především zásluhou zvýšení výrobních kapacit jak na konci roku 2007 tak i plánované v dalších letech. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 25 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.8.5 PEGAS NONWOVENS a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku cena klesla o 4,2%. Titul je na burze rovněž poměrně nový, od prosince 2006. Na začátku roku byla cena významně poznamenána velkými prodeji, Pegas oslabil (na 680 Kč, pod upisovací cenu 750 Kč). Poté se titul opět vzpamatoval a díky plánovanému spuštění nové výrobní linky (listopad 2007) zaznamenal v dubnu své historické maximum 826 Kč. Nicméně prodejní nálada na globálních trzích zapříčinila výše zmíněný letošní pokles. Mezi akcionáři se objevil nový významný finanční investor, fondy Templeton (více než 10% podíl). V průběhu roku se rovněž objevila spekulace o možném převzetí polským konkurentem, společností Lentex (11).

4.9 PHILIP MORRIS ČR

4.9.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	Philip Morris ČR a.s.	
Sídlo společnosti:	Vítězná 1, 28403 Kutná Hora	
Právní forma:	akciová společnost,	
Počet kusů v emisi:	1 913 698	ISIN: CS0008418869
Předmět činnosti emitenta:	Výroba cigaret a tabákových výrobků.	

Philip Morris byl Angličan, který v roce 1854 otevřel obchod s tabákem na londýnské ulici Bond Street, a založil tak firmu, která od té doby vyrostla v jednu z největších tabákových společností na světě.

Philip Morris International Inc. je stoprocentně vlastněnou dceřinou společností skupiny Altria Group, Inc. Existuje jako holdingová společnost, jejíž dceřiné a přidružené společnosti se zabývají především výrobou a prodejem tabákových výrobků v mezinárodním měřítku. Jednou z těchto dceřiných společností je Philip Morris ČR a.s.

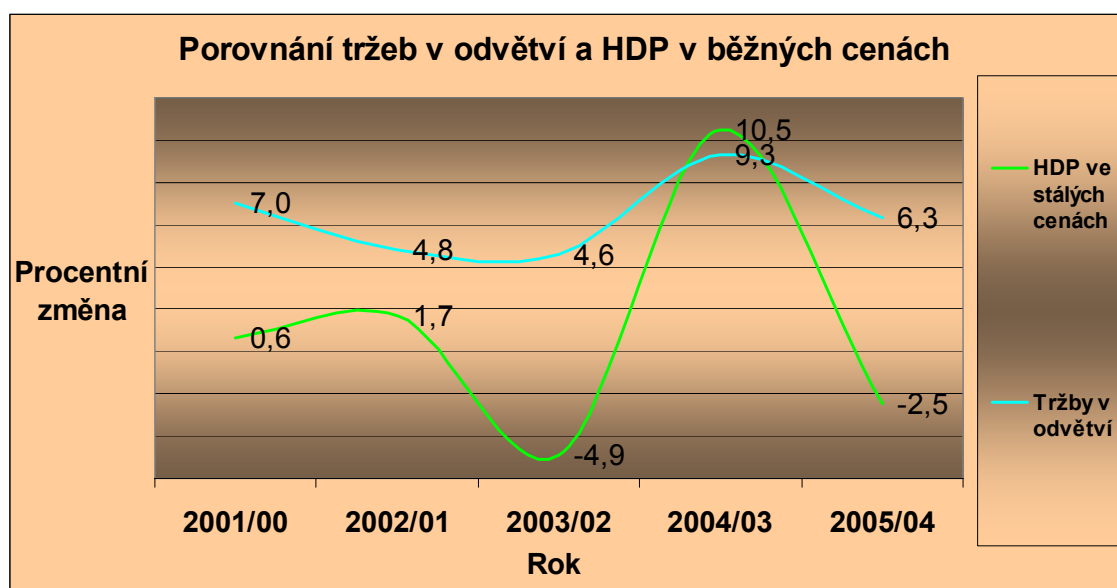
Philip Morris International, součást Altria Group, Inc., je jednou z největších tabákových společností na světě. V současnosti má 15% podíl na mezinárodním trhu s cigaretami a zaměstnává více než 80 000 lidí na celém světě. Výrobky se vyrábějí ve více než 50 továrnách na celém světě a prodávají se ve více než 160 zemích (22).

4.9.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Výroba tabákových výrobků jakožto hlavní obor podnikání společnosti je společně s příbuznými činnostmi

v potravinářství dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ DA, která je definována jako skupina *VÝROBA POTRAVINÁŘSKÝCH VÝROBKŮ A NÁPOJŮ, TABÁKOVÝCH VÝROBKŮ*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že výrobu tabákových výrobků lze zařadit k odvětvím *cyklickým*. V dalších letech přepokládám zpomalení růstu HDP a proto očekávám i zpomalení tržeb tohoto odvětví.



Graf 26 Porovnání tržeb v odvětví (PHILIP MORRIS) a HDP v b. c.

Podle vnitřní studie společnosti Philip Morris ČR trh cigaret zažil 15% růst během posledních dvou let, za čímž stojí hlavně vyšší poptávka zahraničních turistů, když domácí poptávka zůstala téměř nezměněna. Pozitivní dopad mělo také zrušení prodeje cigaret v duty-free obchodech. Přes růst celého trhu tržby společnosti Philip Morris ČR klesají, což jde na vrub trendu kouření levnějších cigaret, kde je PM ČR slabší.

V posledním čtvrtletí roku 2004 sice společnost uvedla na trh levné značky Clea a Next. Ty zvýšily konkurenceschopnost firmy mezi levnými značkami, ale zároveň způsobily pokles tržeb. To se projevilo na výsledcích společnosti, které zaostaly za

očekáváním analytiků. Výše konsolidovaného zisku (3,04 mld. Kč) při zachování 100% dividendového výplatního poměru znamenala dividendu ve výši „pouze“ 1112 Kč na akcii, což je pokles o 31% oproti loňskému roku. I další výhled je negativní. Odbyt na Slovensku se sice zvyšuje, ale v České republice platí opak. Růst spotřební daně vede kuřáky k tomu, že kouří sice stejně, ale levnější cigarety, a na tomto trhu je Philip Morris ČR slabší. Navíc se růst spotřební daně neprojevuje v cenách cigaret naplno, což znamená, že část pohltí již tak nízké marže prodejců cigaret. Díky růstu spotřební daně podražily ceny cigaret v 2006 v průměru o šest korun na krabičku. Další zdražení, a to zhruba o 10-12 Kč vstoupilo v platnost od 1.3.2007 a projevuje se nyní (22).

4.9.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silný podíl na domácím trhu
- nulová zadluženost
- velmi nízké investiční výdaje
- velký objem volného cash flow
- mimořádně vysoké dividendy
- zázemí finančně silné mateřské společnosti
- slabá pružnost poptávky v závislosti na změně cen cigaret

SLABÉ STRÁNKY

- závislost ceny výrobku na výši spotřební daně
- nelegální dovozy cigaret
- slabý trh levných cigaret

PŘÍLEŽITOSTI

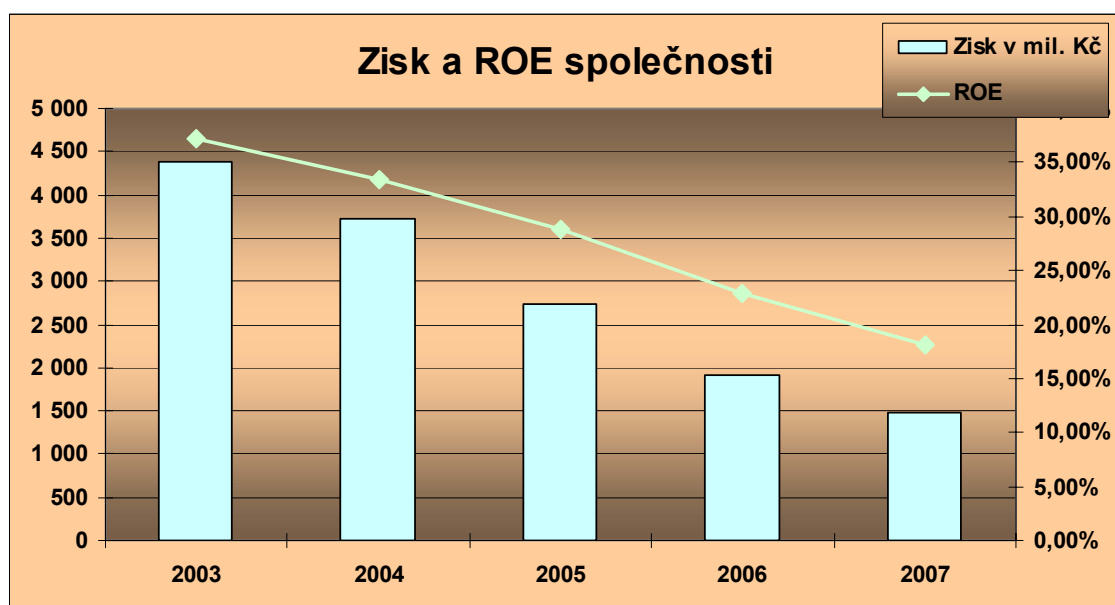
- sloučení výroby do jednoho závodu
- export do zemí EU

HROZBY

- růst spotřební daně v ČR i na Slovensku
- zvýšení dovozu levných cigaret z Polska a Slovenska
- omezení tabákové reklamy
- evropský trend omezování kouření na veřejných prostranstvích a v restauracích

4.9.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje klesající zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu. Tyto výsledky jsou především následkem „antikuřacké“ politiky vlády, zvyšování spotřební daně a přechod zákazníků na levnější značky konkurence, to zapříčinilo snižování marže i snížení výrobní kapacity. I v následujících letech se očekávají nepříznivé hospodářské výsledky. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 27 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.9.5 PHILIP MORRIS a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku titul oslabil o 24,4%. Philip Morris trpí poklesem svých zisků (-45% v roce 2006), a tím i poklesem dividendy na téměř polovinu (dividenda 600 Kč/akcii za rok 2006 oproti 1 112 Kč za rok 2005). Na hospodaření firmy se negativně projevuje stálé zvyšování spotřebních daní z tabákových výrobků v ČR a SR, snižování tržního podílu (58,5% v 1H07 oproti 62,6% v roce 2006) a přechod kuřáků k levnějším a méně ziskovým značkám. Proto je pokles ceny akcie opodstatněný (11).

4.10 TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC

4.10.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	Telefónica O2 Czech Republic,a.s.	
Sídlo společnosti:	Za Brumlovkou 266/2, 14022 Praha 4 - Michle	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	322 089 890	ISIN: CZ0009093209
Předmět činnosti emitenta:	Provoz hlasových, datových a internetových služeb, v pevných a mobilních technologiích včetně nabídky na využívání síťové infrastruktury pro provozovatele a poskytovatele veřejných i neveřejných sítí a služeb.	

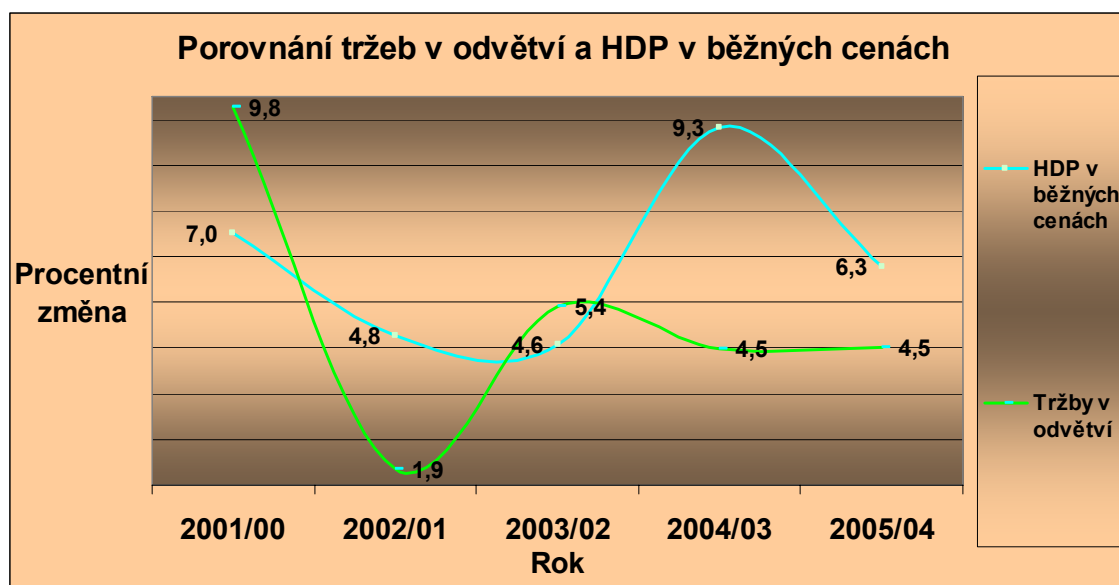
Telefónica O2 Czech Republic, a.s., vznikla dne 1. července 2006 spojením společností ČESKÝ TELECOM, a.s. a Eurotel Praha, spol. s r.o. Integrací obou společností vznikla telekomunikační společnost vystavěná na konvergenci fixních a mobilních služeb. Telefónica O2 Czech Republic poskytuje komplexní nabídku hlasových a datových a internetových služeb, v pevných a mobilních technologiích včetně nabídky na využívání síťové infrastruktury pro provozovatele a poskytovatele veřejných i neveřejných sítí a služeb.

Prodej služeb je orientován na dva základní segmenty zákazníků: spotřebitelský segment a podnikatelský segment (včetně korporátní klientely a státní správy). Společnost poskytuje také velkoobchodní služby ostatním provozovatelům veřejných telekomunikačních sítí a poskytovatelům veřejných telekomunikačních služeb v České republice i v zahraničí. Podle organizační struktury skupiny Telefónica patří Telefónica O2 Czech Republic do skupiny společností, kterou zastřešuje O2 (23).

4.10.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Provozování telekomunikací a radiokomunikací, jakožto hlavní obor podnikání společnosti, je dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ 64.2, která je definována jako skupina *TELEKOMUNIKACE*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že Provozování telekomunikací a radiokomunikací lze zařadit k odvětvím *neutrálním*.



Graf 28 Porovnání tržeb v odvětví (TELEFÓNICA) a HDP v b. c.

Podobně jako v roce 2006 byl vývoj na telekomunikačním trhu v České republice v roce 2007 charakterizován rostoucí poptávkou po datových, internetových a dalších službách s přidanou hodnotou. Naopak poptávka po tradičních hlasových službách, zejména v segmentu pevných linek, nadále klesala. Hlavním důvodem byla vysoká substituce hlasových služeb pevné linky mobilními hlasovými službami, která stále roste. Podle odhadů dosáhl podíl hlasového provozu generovaného zákazníky v mobilních sítích na celkovém hlasovém provozu výše 74 %, což představuje jednu

z nejvyšších hodnot v zemích Evropské unie. Nárůst mobilního hlasového provozu byl výsledkem rostoucího počtu zákazníků a speciálních marketingových nabídek mobilních operátorů.

Na druhé straně pokles hlasového provozu z pevných sítí byl způsoben zejména pokračujícím poklesem počtu pevných linek a nárůstem konkurence ze strany provozovatelů kabelových sítí, kteří spustili provoz hlasových služeb ve druhém pololetí roku 2006. Mobilní trh v České republice je charakterizován pokračující migrací zákazníků předplacených služeb na tarifní služby. K tomuto trendu přispívají i nové, jednoduché tarify všech tří mobilních operátorů. Ty jsou založeny na kreditu, který zákazník získá za měsíční paušál a který může flexibilně použít na hlasové služby nebo SMS a MMS. Mobilní operátoři rovněž nabízejí tarify obsahující volné minuty, SMS nebo zvýhodněné ceny volání (mimo špičku, do pevné sítě apod.). Ke snížení cen volání došlo i v oblasti roamingu, kde všichni tři operátoři představili v prvním pololetí roku 2007 nové nabídky.

Na trhu vysokorychlostního připojení k internetu dosáhl tržní podíl společnosti Telefónica O2 zhruba 40 %. Tento podíl zahrnuje pevné připojení přes technologii ADSL (maloobchodní i velkoobchodní) a mobilní technologie CDMA a UMTS. V oblasti maloobchodních přípojek ADSL si Telefónica O2 nadále udržovala vysoký podíl na úrovni zhruba 82 %. Přes značný nárůst počtu maloobchodních přípojek ADSL, nárůst počtu velkoobchodních přípojek poskytovaných společnostmi Telefónica O2 v prvním pololetí 2007 stagnoval. Počet přípojek ADSL operátorů využívajících uvolnění místní smyčky (LLU) rostl. Zhruba 38% podíl na celkovém trhu vysokorychlostního internetu představuje připojení přes Wi-Fi (23).

4.10.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- dominantní podíl na domácím trhu pevných linek
- jediný vlastník mobilního operátora Eurotel

- nízké investice
- velký objem volného cash flow
- stabilní výplata dividend
- rostoucí ADSL

SLABÉ STRÁNKY

- značná část příjmů z pevných linek
- klesající výnosy z hovorného v pevné síti
- regulované prostředí pevných linek

PŘÍLEŽITOSTI

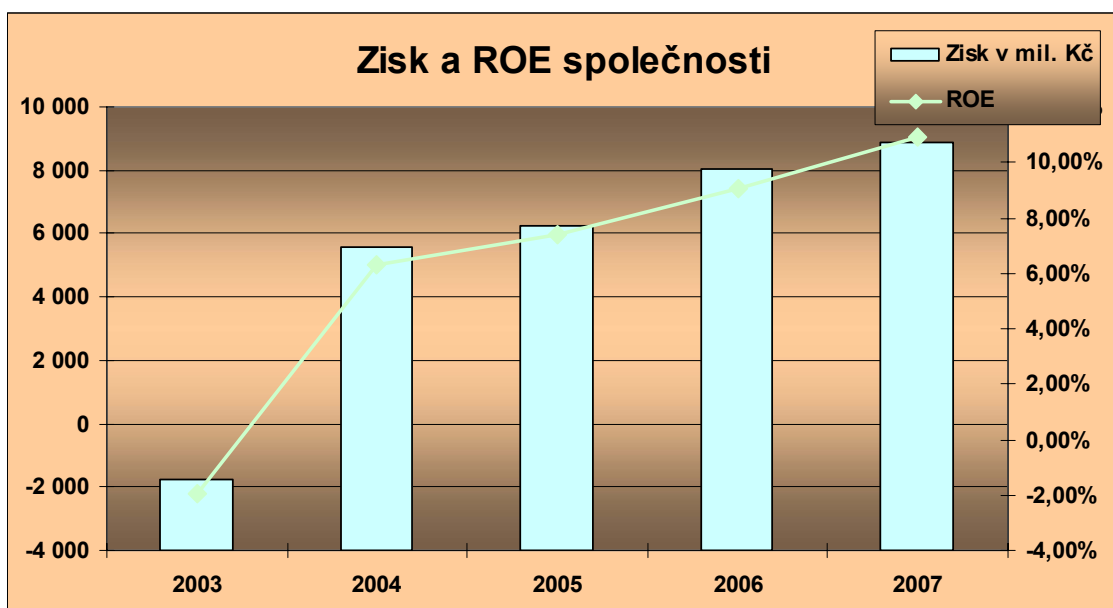
- nová struktura tarifů
- synergické efekty ze spojení s Eurotelem
- růst tržeb z přenosu dat
- velká dividendy

HROZBY

- pokles pevných linek
- konkurence (T-Mobile, Vodafone) a UPS
-

4.10.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu. Červené výsledky v roce 2003 jsou zapříčiněny splátkami dluhopisů a krátkodobých úvěrů. Pozitivní vývoj je především zapříčiněn výsledky hospodaření z mobilní sekce a provozováním internetového připojení. Společnost pravděpodobně bude nadále pokračovat v dobrých hospodářských výsledcích. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 29 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.10.5 TELEFÓNICA O2 a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku si připsala 17,6%. Telefónica vyplatila zajímavou hrubou dividendu ze zisku roku 2006 ve výši 50 Kč/akcii (div. výnos 8,3%). Společnost pozitivně překvapovala analytiky svými finančními výsledky, především její segment pevných linek. Telefónica rovněž spustila své mobilní aktivity na Slovensku (únor 2007). Poslední zajímavou informací byl nákup IT společnosti Deltax (za přibližně 250 mil. Kč, 0,8 Kč/akcii – září 2007). Tato akvizice by měla potvrdit zájem společnosti na rozvoji IT/ICT služeb. Velmi dobré finanční výsledky a nízká zadluženost (10%) (11).

4.11 UNIPETROL

4.11.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	UNIPETROL, a.s.	
Sídlo společnosti:	Klimentská 10, 11005 Praha 1	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	181 334 764	ISIN: CZ0009091500
Předmět činnosti emitenta:	Zpracování ropy a výroba petrochemických produktů	

Založením akciové společnosti Unipetrol v roce 1994 byl naplněn jeden z postupných koncepčních kroku privatizace českého petrochemického průmyslu. Unipetrol měl spojit vybrané české petrochemické firmy do uskupení, které by bylo schopno konkurovat silným nadnárodním koncernům. Majoritním akcionářem společnosti je se 63 procenty akcií český stát, reprezentovaný Fondem národního majetku. Zbýlé akcie vlastní investiční fondy a drobní akcionáři. Podle původní koncepce by měl být podíl státu ve společnosti privatizován.

Do Unipetrolu byly postupně začleněny akciové společnosti Kaučuk, Chemopetrol, Benzina, Paramo, Koramo, Česká rafinérská, Unipetrol Trade, Spolana a Unipetrol Rafinérie.

Dne 31. října 2003 došlo ke spojení společností Koramo, a. s. a Paramo, a. s., kde nástupnickou organizací zůstalo Paramo, a. s.. Spojením dvou společností konkurujících si ve výrobě a prodeji maziv byl položen základ nové a silnější společnosti s významným podílem na trhu, která má dnes na sobě nezávislé výrobní jednotky ve dvou lokalitách.

Od srpna 2003 Česká rafinérská funguje jako tzv. přepracovací rafinérie. V praxi to znamená, že obchodní činnost přešla na její akcionáře (Unipetrol - 51%, společnosti ENI, Shell a ConocoPhillips, z nichž každá vlastní 16 a 1/3% akcií), kterým Česká rafinérská za úplatu zpracovává ropu a dodává jim hotové výrobky, s nimiž pak oni sami obchodují.

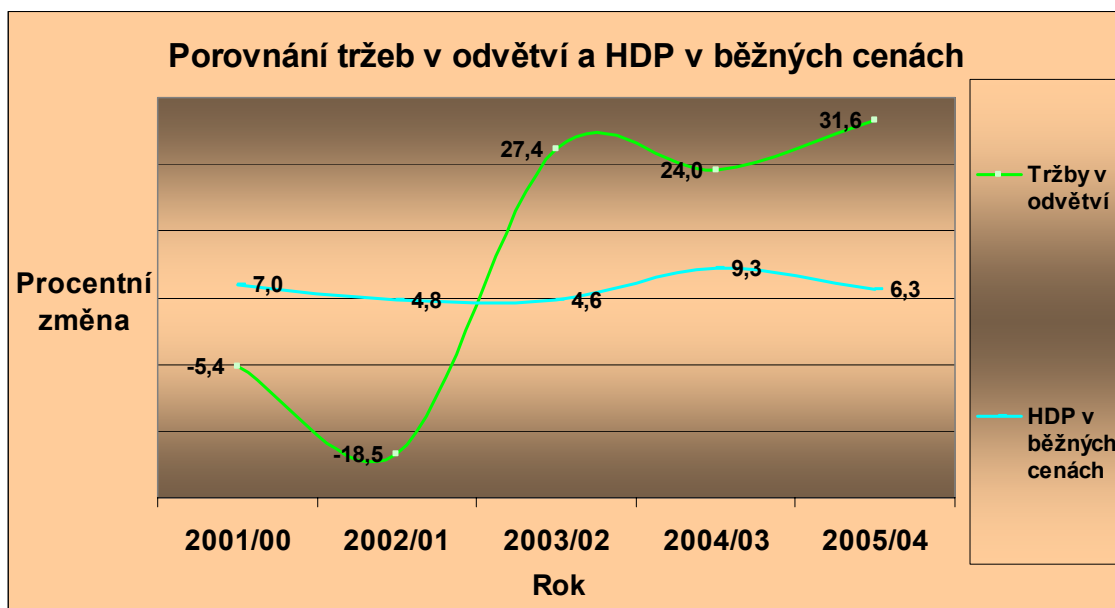
Roční obrat firem sdružených ve skupině Unipetrol přesahuje 80 miliard korun, čímž se skupina řadí mezi největší firmy v České republice a také mezi nejvýznamnější vývozce. Postavení skupiny v rámci České republiky odpovídá její základní kapitál ve výši přesahující 18 miliard korun a počet 6 852 zaměstnanců na konci roku 2006.

Podíl státu ve společnosti byl privatizován a dne 4. června 2004 podepsali zástupci FNM a polské společnosti PKN Orlen smlouvu o prodeji akcií UNIPETROL, a. s.. Následně přešel v květnu roku 2005 podíl Fondu národního majetku do rukou polské společnosti PKN Orlen, S. A. (24).

4.11.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Zpracování ropy a výroba petrochemických produktů je dle metodiky Českého statistického úřadu zařazeny do skupiny OKEČ DF, která je definována jako skupina *VÝROBA KOKSU, JADERNÝCH PALIV, RAFINÉRSKÉ ZPRACOVÁNÍ ROPY*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že zpracování ropy a výroba petrochemických produktů lze zařadit k odvětvím s *anticyklickou složkou*. V dalších letech přepokládám pomalé snižování HDP a proto očekávám mírné zvyšování tržeb tohoto segmentu.



Graf 30 Porovnání tržeb v odvětví (UNIPETROL) a HDP v b. c.

Předpokládá se mírný a pozvolný pokles cen ropy na světových trzích v porovnání s cenami roku předcházejícího a stejný vývoj rozdílu cen ropy typu Brent a Ural. Také se předpokládá mírný pokles marží petrochemických produktů a spíše pozitivní vývoj marží rafinérských. Produkční kapacita (a tím i objem prodané produkce) je částečně snížena o období odstávky výrobních zařízení, a to i po započtení pozitivního dopadu optimalizace zásob a prodeje během tohoto období. Při odečtení dopadu plánované odstávky předpokládáme finanční a obchodní výsledky Skupiny UNIPETROL vyšší než v letech předcházejících – budou tedy kopírovat předpokládaný vývoj trhu, či budou nad tímto vývojem. Plán 2008 předpokládá stabilní či zvyšující se poptávku po motorové naftě, což je celoevropský trend, stabilní či zvyšující se poptávku po petrochemických produktech a zvýšení prodeje přes maloobchodní jednotky (24).

4.11.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- vedoucí pozice na ropném a petrochemickém trhu v ČR
- vysoké komoditní marže

SLABÉ STRÁNKY

- vysoká zadluženost
- ztrátové firmy v portfoliu
- přílišná složitost holdingu a nízká transparentnost
- žádná dividenda
- časté poruchy v rafineriích České rafinérské

PŘÍLEŽITOSTI

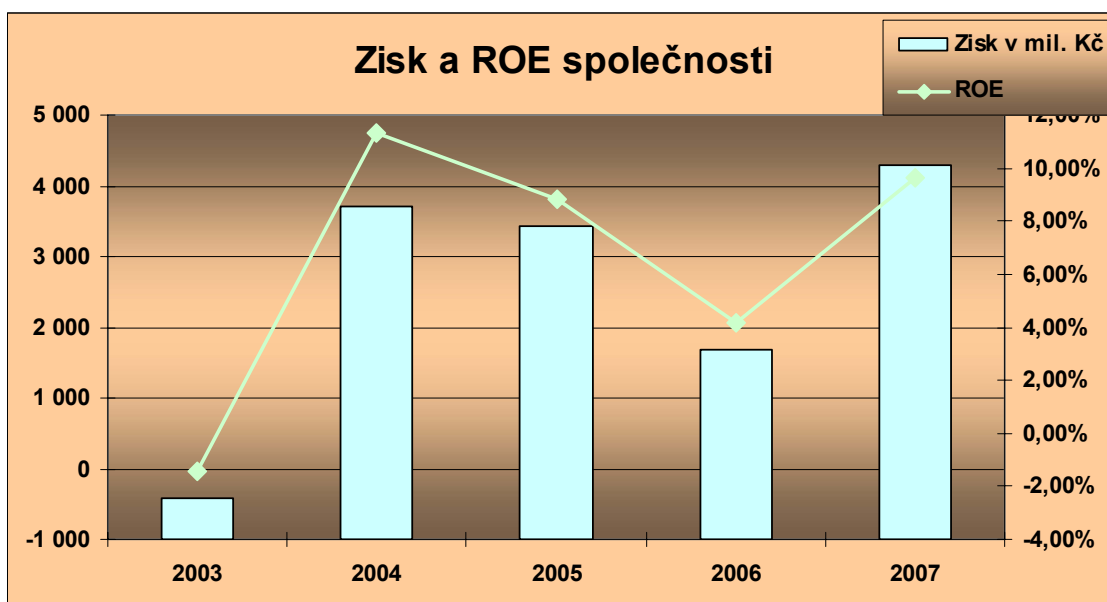
- restrukturalizace a zefektivnění holdingu
- program PARTNERSTVÍ

HROZBY

- odstávky rafinerií
- pokles komoditních a rafinérských marží
- žaloby a neprůhledné pozadí privatizace

4.11.4 Finanční situace společnosti

V roce 2003 společnost vykázala ztrátu. Od roku 2004 společnosti vykazuje zisk. Rentabilita od roku 2004 do roku 2006 klesá. V roce 2007 společnost předpokládá rekordní zisk, rentabilita však bude nižší než v roce 2004. Společnost vykazuje podobné trendy v hospodářských výsledcích jako HDP. V následujících letech předpokládám mírný pokles zisku společnosti. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 31 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.11.5 UNIPETROL a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku akcie posílily o 39,8%. Unipetrol profitoval z růstu ceny ropy, která se v posledních týdnech vyšplhala k rekordní hodnotě téměř 100 USD/barel a byla za velkým růstem akcií firem ze sektoru ropy a zemního plynu. Unipetrol prošel významnou restrukturalizací a odprodejem aktiv (podíly ve Spolchemii, Agrobchemii a Kaučuku, finanční vypořádání prodeje Spolany), která nezapadala do plánů společnosti a jejího majoritního vlastníka, PKN Orlen (63% podíl v Unipetrolu). Na výsledky firmy měly v 3. a 4. čtvrtletí negativní dopad odstávky výroby a prodeje podílů ve Spolchemii a Agrobchemii (nižší prodejní cena než hodnota v účetnictví) (11).

4.12 ZENTIVA

4.12.1 Profil společnosti

Název emitenta cenného papíru:	ZENTIVA N.V.	
Sídlo společnosti:	Fred. Roeskestraat 123 1HG, 1076EE Amsterdam	
Právní forma:	akciová společnost	
Počet kusů v emisi:	38 136 230	ISIN: NL0000405173
Předmět činnosti emitenta:	vývoj a prodej farmaceutických výrobků	

Zentiva N.V. je mezinárodní farmaceutická společnost, která se zaměřuje na prodej, výrobu a vývoj značkových generických farmaceutických výrobků. Klíčovými trhy Zentivy jsou Česká republika, Turecko, Rumunsko, Slovensko, Polsko a Rusko. Zentiva však působí i v řadě dalších zemí zejména střední a východní Evropy. Společnost pokrývá širokou škálu terapeutických oblastí. Hlavní důraz klade na terapeutické oblasti jimiž se zabývají především lékaři primární péče - kardiovaskulární nemoci, zánětlivé stavy, bolest, infekce, nemoci centrálního nervového systému, gastroenterologie a urologie. Hlavními produktovými skupinami Zentivy jsou značkové léky na předpis, volně prodejné značkové léky a aktivní farmaceutické substance, které však Zentiva vyrábí zejména pro vlastní potřebu. Zentiva má výrobní závody v České republice, na Slovensku, v Rumunsku a v Turecku.

Akcie Zentivy N.V. byly přijaty k obchodování na Pražské burze a s jejími globálními depozitními akciemi se obchoduje na Londýnské burze. Největšími akcionáři Zentivy jsou Sanofi-Aventis (24,9 %), Česká pojišťovna a spřízněné osoby (12,3 %). Management a zaměstnanci Zentivy vlastní společně 6,1 % akcií společnosti. Ostatní institucionální a soukromí investoři drží 56,7 % akcií společnosti Zentiva.

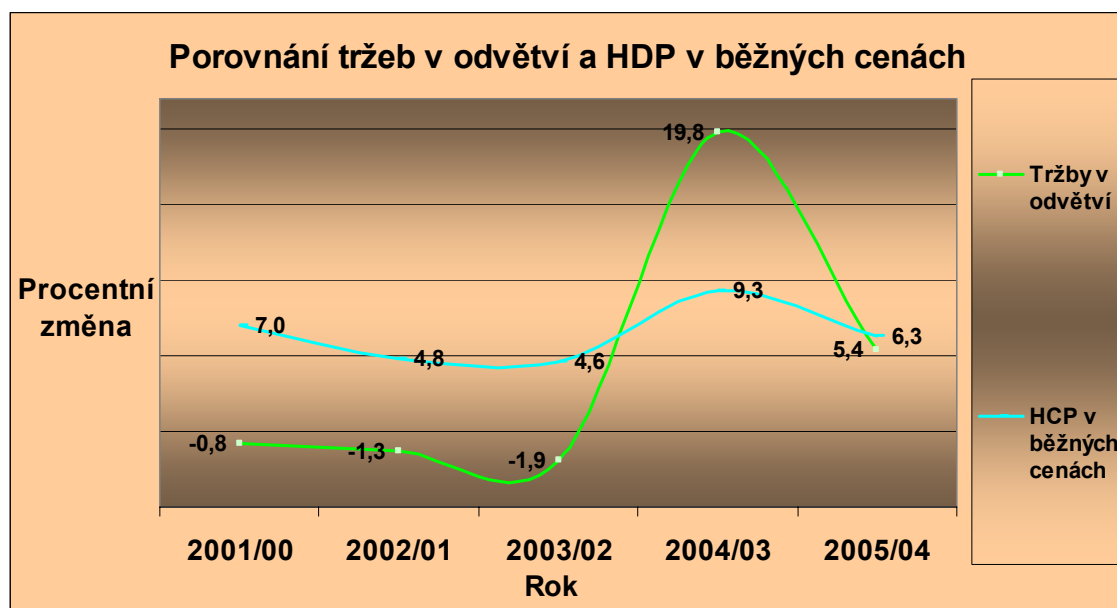
Jako jedna z největších farmaceutických společností ve střední a východní Evropě je Zentiva přesvědčena, že její role spočívající v poskytování moderních značkových léků by měla být doprovázena podporou široké palety činností prospěšných pro

společnost. Tohoto svého cíle Zentiva v několika uplynulých letech dosáhla dlouhodobým sponzorstvím a podporou kulturních, společenských a sportovních událostí (25).

4.12.2 Situace v odvětví

Úroveň tržeb popisující hospodaření a ekonomický vývoj celého segmentu znázorňuje citlivost odvětví na hospodářský cyklus. Vývoj a prodej farmaceutických výrobků je dle metodiky Českého statistického úřadu zařazený do skupiny OKEČ GF, která je definována jako skupina *VÝROBA CHEMICKÝCH LÁTEK, PŘÍPRAVKŮ, LÉČIV A CHEMICKÝCH VLÁKEN*.

Statistický úřad zveřejňuje tržby těchto segmentů v časových řadách. Na základě údajů z grafu tvrdím, že vývoj a prodej farmaceutických výrobků lze zařadit k odvětvím *neutrálním*. Vývoji tržeb v tomto sektoru se nedá předpovídat.



Graf 32 Porovnání tržeb v odvětví (ZENTIVA) a HDP v b. c.

Zentiva očekává, že v druhém pololetí roku 2006 dosáhne v porovnání s prvním pololetím následujícího roku rychlejšího organického růstu tržeb a výsledku hospodaření připadajícího na akcionáře mateřské společnosti. Neočekává však, že bude schopna plně kompenzovat nižší úroveň tržeb a výsledku hospodaření připadajícího na

akcionáře mateřské společnosti z prvního pololetí roku 2007. Zentiva nyní očekává, že za celý rok 2007 se bude organický růst tržeb pohybovat v rozmezí 7 % - 8 %, a marže výsledku hospodaření připadajícího na akcionáře mateřské společnosti bude zhruba 15 %.

Společnost očekává, že k nárůstu tržeb dojde zejména díky výkonům v Polsku, na Slovensku, v Rusku a na Ukrajině. V Rumunsku Společnost očekává zpomalení výkonu díky tomu, že se zde zaměřuje na vybalancování budoucích rizik tj. pohledávek. V České republice Zentiva očekává, že se trend patrný v prvním pololetí letošního roku do konce roku 2007 nezmění. S ohledem na tyto skutečnosti Společnost podnikla kroky k zachování svých marží a hodlá v těchto opatřeních pokračovat, aby zajistila splnění svých cílů ziskovosti.

Zentiva očekává, že v druhém pololetí roku 2007, kdy bude poprvé konsolidovat výsledky Eczacibasi Generic Pharmaceuticals, přidá tato akvizice k tržbám další téměř 3 mld. Kč. Ačkoliv Společnost očekává, že vlivem akvizice dojde během prvního roku konsolidace ke zvýšení hotovostního zisku připadajícího na akcii (25).

4.12.3 SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- silná tržní pozice na trzích v ČR a Slovensku
- zkušený mezinárodní management

SLABÉ STRÁNKY

- málo rozvinutý výzkum a vývoj v porovnání s konkurencí
- nevlastní závody ve svých vývozních zemích

PŘÍLEŽITOSTI

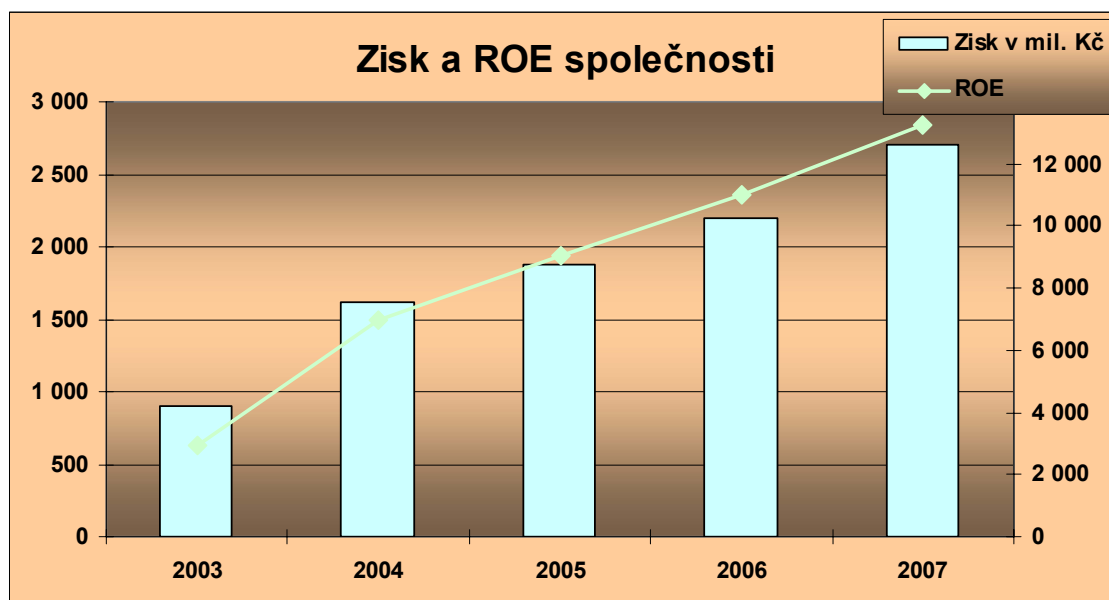
- velký růstový potenciál v Rusku, Polsku, Rumunsku, Pobaltí a Ukrajině
- akvizice Sicomedu

HROZBY

- tlaky na pokles cen
- přísnější regulace
- expanze na trhy nemusí být rychlá a zisková
- nově vyvíjené genetické léky nemusí splnit očekávání
- možné potíže s dodávkami surovin

4.12.4 Finanční situace společnosti

Ve sledovaném období 2003 – 2007 společnost vykazuje rostoucí zisky i rentabilitu ve všech letech oproti roku předcházejícímu. Společnost očekává rekordní zisk i rentabilitu. Díky dalším akvizicím a činnostem v ostatních zemích Evropy se tento trend očekává, tento trend by měl podpořit i vývoj HDP v zemích kde společnost provozuje svou podnikatelskou činnost. V následujícím grafu jsou tyto základní ukazatele zachyceny graficky.



Graf 33 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007

4.12.5 ZENTIVA a kapitálový trh v roce 2007

Od počátku roku se cena snížila o 25,6% (největší pokles na BCPP). Na začátku roku (březen) Zentiva ohlásila koupi turecké firmy Eczacibasi. Tato povzbudivá zpráva vynesla titul až na historické maximum 1 548 Kč (duben). Nicméně v červenci a poté v říjnu Zentiva dvakrát snížila výhled svého letošního hospodaření. Investoři ztratili v tento titul důvěru, a na snížené výhledy zareagovaly denními poklesy o 16%, respektive 14%. Nyní se cena akcií pohybuje kolem 970 Kč, což je 37,2 % pod maximem (11).

4.13 Dílčí závěr analýzy jednotlivých podniků

AAA Auto dosahuje trvale akcelerované výsledky. Míra růstu zisku je stabilizovaná. V žádném roce nedošlo k jeho poklesu. Pozitivním směrem se vyvíjí rovněž i ukazatel rentability. Odvětví ve kterém společnost podniká vykazuje anticyklický charakter.

CETV je společnost které podle tržeb v odvětví patří také k anticyklickým odvětvím. Společnost dosahuje nízkých hodnot zisku i rentability. V letech 2004 a 2006 společnost vykazovala nižší výsledky než v letech předcházejících.

ČEZ podle údajů statistického úřadu o tržbách v oboru se dá společnost charakterizovat jako společnost patřící do neutrálního odvětví. Společnost vykazuje ve všech sledovaných letech stabilní růst jak zisku tak rentability.

EMC údaje o rentabilitě ve sledovaných letech jsou nadprůměrné, vývoj zisku společnosti je skokový, a očekává se růst více jak trojnásobek zisku za rok předcházející. Průměrné hodnoty rentability za celé sledované období přesahuje 20 %. Tržby v odvětví vykazují cyklický charakter, která časově předbíhá vývoj HDP.

ERSTE BANK bankovním sektor je v literatuře považován za cyklické odvětví, ale zásluhou dceřiných společností je podle tržeb zařazena do neutrálního odvětví. Společnost vykazovala stabilní růst čistého zisku ve všech sledovaných letech. Rentabilita vlastního kapitálu se pohybovala v rozmezí 11 – 17 %.

KOMERČNÍ BANKA podle úrovně zisku společnosti jde hovořit o tom, že společnost patří k společnostem které vykazují stejné výsledky jako HDP, tedy cyklickým. Čistý zisk společnosti ve všech sledovaných letech rostl. ROE se udržovala nad patnácti procentními body.

ORCO sektor podnikání společnosti lze charakterizovat jako neutrální k HDP. Ve všech sledovaných letech rostla jak rentabilita tak i čistý zisk společnosti a vykazovali lepší údaje než za rok předcházející. Tempo růstu jak zisku tak rentability je stabilizováno. V roce 2007 se očekává rentabilita nad hodnotou 30%.

PEGAS NONWOVENS je to společnost která patří do cyklického odvětví. Rentabilita ve sledovaných letech dosahovala vždy lepších výsledků než v roce předcházejícím. Zisk společnosti je po celé sledované období na stejné úrovni, jen v roce 2005 vykázal nárůst skoro o 50% než v roce předcházejícím.

PHILIP MORRIS segment výroba potravinářských výrobků a nápojů, tabákových výrobků lze označit za cyklické. Společnost ve sledovaných letech každoročně vykazuje nižší zisk než v roku předcházejícímu a to v průměru o 18 %. V důsledku toho klesá i rentabilita.

TELEFÓNICA O2 telekomunikace podle tržeb odvětví do kterého společnost spadá, se projevuje jako neutrální. Společnost vykázala ve všech sledovaných letech zvyšování čistého zisku oproti roku předcházejícímu. V roce 2003 společnost vykázala ztrátu. Rentabilita si drží stejnou dynamiku růstu jako zisk.

UNIPETROL společnost podle tržeb v odvětví vykazuje náznaky anticyklického odvětví. V roce 2003 společnost vykázala ztrátu, následující rok už společnost vykázala zisk, tyto výsledky však neudržela a klesaly až do roku 2006, kdy se nastartoval další růst zisku. Obdobně se vyvíjela i rentabilita.

ZENTIVA farmaceutické odvětví se řadí k neutrálním odvětvím. Společnost každoročně zvyšovala čistý zisk, rentabilita si vedla obdobně. Zisk za celé sledované období každoročně vzrostl o cca 27% a rentabilita o cca 23%.

Všechny analyzované společnosti nevykazují žádné náznaky jakýchkoliv problémů v hospodaření, nepříznivou tendenci vykazuje pouze Philip Morris.

5 VNITŘNÍ HODNOTA AKCIÍ

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsem se rozhodl použít upravený Gordonův vzorec. Použití dividendových modelů je v prostředí českého kapitálového trhu značně těžké. Dividendová politika zde není až tak běžnou záležitostí a lze ji použít pokud je u společnosti čitelná dividendová politika. Použití bilančních modelů je v podstatě nemožné.

5.1 Upravený Gordonův vzorec

Tento vzorec nepracuje s prodejní cenou akcie, nepočítá s kapitálovými zisky při prodeji akcie.

$$VHA = \frac{E_1}{r_i - g}$$

E_1 očekávaný zisk na konci roku připadající na akcii

g očekávaná růstová míra

r_i požadovaný výnos investorem

5.2 Výpočet vnitřních hodnot akcií

Potenciální investor si zvolil požadovaný výnos na hodnotu 25 %, údaje o VHA jsou doplněny o rozdíl tržní ceny a VHA, pokud je VHA vyšší tak je akcie podhodnocena a naopak. V posledním sloupci je znázorněno o kolik procent se liší mnou vypočítaná VHA s tržní cenou. Údaje jsou doplněny ukazatelem P/E, který předpovídá kolik let je potřeba ke splacení tržní ceny akcie jejím výnosem. Důležité hodnoty pro výpočet VHA jsem zkonstruoval do následující tabulky.

Tabulka 6 Vnitřní hodnota akcií umístněných ve SPADu

Společnost	Zisk na akci k 28.12.07	Tržní cena k 28.12.07	P/E	g	r	VHA	Tržní cena - VHA	%
ECM	567,35	1203,00	2,12	0,10	0,25	3 782,32	-2 579,32	214,41%
PEGAS NONWOVENS	57,97	750,50	12,95	0,20	0,25	1 159,47	-408,97	54,49%
ERSTE BANK	95,19	1301,00	13,67	0,20	0,25	1 903,78	-602,78	46,33%
KOMERČNÍ BANKA	285,61	4371,00	15,30	0,20	0,25	5 712,20	-1 341,20	30,68%
ORCO	358,49	2165,00	6,04	0,10	0,25	2 389,93	-224,93	10,39%
AAA AUTO	2,41	44,39	18,45	0,20	0,25	48,13	-3,74	8,42%
ČEZ	71,93	1362,00	18,93	0,20	0,25	1 438,68	-76,68	5,63%
ZENTIVA	70,75	972,00	13,74	0,15	0,25	707,46	264,54	-27,22%
UNIPETROL	23,69	337,60	14,25	0,15	0,25	236,91	100,69	-29,83%
PHILIPS MORRIS	777,03	7933,00	10,21	0,10	0,25	5 180,20	2 752,80	-34,70%
CETV	61,99	2106,00	33,97	0,20	0,25	1 239,90	866,10	-41,13%
TELEFÓNICA O2	27,60	544,80	19,74	0,15	0,25	276,04	268,76	-49,33%

Porovnání kurzů akcií s VHA jsou umístněny v příloze

ECM podle výpočtu VHA je tento titul nejsilněji podhodnocen ze všech titulů a to podle výpočtu o 214,41%. Následuje PEGAS NONWOVENS tato akcie je také podhodnocena a to o 54,49%. Na třetím pomyslném místě se umístnil titul ERSTE BANK a to s výsledkem podhodnocení akcie o 46,33 %. Další podhodnocenou akcií je KOMERČNÍ BANKA s výsledkem podhodnocení 30,68 %. ORCO jako podhodnocená akcie o 10,39 %. Dále jako podhodnocené akcie jsem shledal společnost AAA Auto a ČEZ.

Další společnosti jsou podle výpočtů nadhodnoceny a tudíž nevhodné na alokování volných finančních prostředků.

K investici bych doporučoval společnosti ECM, PEGAS NONWOVENS a ERSTE BANK v poměru z celkového zamýšleného investovaného kapitálu takto:

- ECM (40%)
- PEGAS NONWOVENS (30%)
- ERSTE BANK (30%)

6 ZÁVĚR

Fundamentální analýza zahrnuje celou řadu nástrojů, s jejichž pomocí lze provést kvalifikovaný odhad pro získání efektivního pohledu na kapitálový trh. Každý analytik přistoupí k jejímu provedení rozdílně na základě užití různorodých hodnotících kritérií. Je náročná na analytickou schopnost a nelze z ní vytvořit zcela jednoznačný a neomylný závěr. V oblasti kapitálových trhů dochází každodenně k velkému množství událostí, které tento trh velmi rychle mění. Proto jsou kladen na optimální výpočet vypracování vysoké nároky.

Makroekonomickou analýzu je vhodné sestavit na základě podkladů ekonomických institucí, které se zabývají touto problematikou úzce zabývají. Poznatky vycházející z této části výraznou měrou předurčují chování celého kapitálového trhu. Ekonomická situace v České republice je poměrně příznivá pro možné umístění investice, investorovi bych ji doporučil, s upozorněním na možné rizikové faktory, především v oblasti veřejných financí.

Analýzou jednotlivých podniků lze zjistit konkrétní hospodaření podniku, odhadnout jejich cíle do budoucna, přesně popsat a definovat silné a slabé stránky, vyvodit příležitosti a upozornit na hrozby. Kvantitativní ohodnocení podniků je náročné na získané informace.

Z dostupných údajů, které mám díky analýze k dispozici, můžu potenciálnímu investorovi doporučit nákup akcií ECM, Pegas Nonwovens a Erste Bank. Vnitřní hodnoty akcií jsou vyšší než současný kurz, což z krátkodobého hlediska dává signál k nákupu, neboť jsou podhodnocené. Použitý upravený Gordonův model nelze ovšem brát doslovně, neboť vychází ze značně zjednodušené situace za pomoci abstraktních dat. Prostřednictvím finanční analýzy jsem neshledal vážné problémy u žádné ze společností v jejich hospodaření, které by mohly do budoucna značit značný pokles akcií.

7 SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

1. BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
2. GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 1. vydání: Praha, Grada publishing a.s. 2004 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
3. HOLMAN, R. *Ekonomie*. 1. vydání Praha: C.H. Beck 1999. 726 s. ISBN 80-7179-255-1
4. JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r.o. 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
5. LIŠKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. 1. vydání Praha: Profesionál Publishing. 2002. 554 s. ISBN 80-86419-27-4
6. MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vydání Praha, Ekopress, s.r.o. 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6
7. MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. 1. vydání: Praha, ETC Publishing 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.
8. RAVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 3. vydání Praha: Management press 2000. 634 s. ISBN 80-7261-031-7
9. REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vydání Praha: Computer Press. 2003. 257 s. ISBN 80-7226-571-7
10. VESELÁ, A. *Analýzy trhu cenných papírů. II. díl: Fundamentální analýza*. 1. vydání Oeconomia. 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1

Internet

11. *Komentar-2007-a-vyhled-2008* [online] 2007 [cit. 20-12-2007] Dostupný na [www:](http://www.atlantik.cz/soubor/Komentar-2007-a-vyhled-2008.pdf) <<http://www.atlantik.cz/soubor/Komentar-2007-a-vyhled-2008.pdf>>
12. *Makroekonomická predikce*. [online] 2007 [cit. 10-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2007Q4_komplet_zip.zip) <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2007Q4_komplet_zip.zip>
13. *Statistické info o ČR* [online] 2007 [cit. 10-12-2007] Dostupný na [www:](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/archiv_publicaci) <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/archiv_publicaci>
14. *Výroční zprávy společnosti AAA Auto*. [online] 2007 [cit. 10-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.aaaauto.cz/cz/articles.php?c=10) <<http://www.aaaauto.cz/cz/articles.php?c=10>>
15. *Výroční zprávy společnosti CETV*. [online] 2007 [cit. 10-12-2007] Dostupný na [www:](http://www.aaaauto.cz/cz/articles.php?c=10) <<http://www.aaaauto.cz/cz/articles.php?c=10>>
16. *Výroční zprávy společnosti ČEZ* [online] 2007 [cit. 18-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/hospodarske-vysledky.html) <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/hospodarske-vysledky.html>>
17. *Výroční zprávy společnosti ECM* [online] 2007 [cit. 10-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.ecm.cz/vyrocní-zpravy.html) <<http://www.ecm.cz/vyrocní-zpravy.html>>
18. *Výroční zprávy společnosti ERSTE BANK* [online] 2007 [cit. 10-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=AT0000652011#KL) <<http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=AT0000652011#KL>>
19. *Výroční zprávy společnosti KOMERČNÍ BANKY* [online] 2007 [cit. 15-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.kb.cz/cs/com/investor/annual_reports.shtml) <http://www.kb.cz/cs/com/investor/annual_reports.shtml>
20. *Výroční zprávy společnosti ORCO* [online] 2007 [cit. 18-11-2007] Dostupný na [www:](http://www.orcogroup.com/investors/download/consolidated-accounts) <<http://www.orcogroup.com/investors/download/consolidated-accounts>>

21. *Výroční zprávy společnosti PEGAS NONWOMENTS* [online] 2007 [cit. 10-12-2007]

Dostupný na www:

<<http://www.pegasas.cz/default.asp?nDepartmentID=152&nLanguageID=1>>

22. *Výroční zprávy společnosti PHILIP MORRIS* [online] 2007 [cit. 12-12-2007]

Dostupný na www: <[http://www.bcphp.cz/Cenne-](http://www.bcphp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008418869#KL)

[Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008418869#KL](http://www.bcphp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008418869#KL)>

23. *Výroční zprávy společnosti TELEFÓNICA O2* [online] 2007 [cit. 15-11-2007]

Dostupný na www:

<http://www.cz.o2.com/home/cz/aboutUs/investorRelations/view/vyrocní_a_pololetní_zpravy.html>

24. *Výroční zprávy společnosti UNIPETROL* [online] 2007 [cit. 10-12-2007] Dostupný

na www: <<http://unipetrol.cz/html/index.php?s1=1&s2=2&s3=16&lmg=1>>

25. *Výroční zprávy společnosti ZENTIVA* [online] 2007 [cit. 10-12-2007] Dostupný na

www: <<http://zentiva.cz/default.aspx/cz/investors/reports>>

8 SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

r/r	- zvýšení, pokles v % oproti roku předcházejícímu
v %	- uvedeno v procentech
HDP	- hrubý domácí produkt
v mld.	- uvedeno v miliardách
v mil.	- uvedeno v milionech
s. c.	- uvedeno ve stálých cenách
b. c.	- uvedeno v běžných cenách
USD	- americký dolar
EU	- evropská unie
ČR	- česká republika
HCPI	- harmonizovaný index spotřebitelských cen
PPI	- index cen výrobců
DPH	- daň z přidané hodnoty
ROE	- Return on common Equity (rentabilita vlastního kapitálu)
v Kč	- v korunách českých
EPS	- zisk po zdanění na akcii
CNB	- česká národní banka
č.	- číslo
Sb.	- sbírky
odst.	- odstavce
km²	- kilometr čtvereční
bcpp	- Burza cenných papírů Praha, a. s.
ILO	- Mezinárodní organizace práce
VHA	- vnitřní hodnota akcie
SG	- Société Générale
KB	- Komerční banka
tj.	- tj.
EUR	- v eurech

9 SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Údaje o reálném HDP v letech 2001 - 2008	29
Tabulka 2 Cenový vývoj v letech 2001 – 2008	30
Tabulka 3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2001 - 2008	32
Tabulka 4 Zaměstnanost a nezaměstnanost v letech 2001 - 2008	33
Tabulka 5 Ukazatele platební a obchodní bilance v letech 2001 – 2008.....	36
Tabulka 6 Vnitřní hodnota akcií umístněných ve SPADu.....	104

10 SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj Reálného hrubého domácího produktu v letech 2001 - 2010.....	30
Graf 2 Cenový vývoj v letech 2001 – 2008	31
Graf 3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2001 – 2008.....	33
Graf 4 Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v letech 2001 - 2008	34
Graf 5 Příjmy a výdaje státního rozpočtu v letech 2001 – 2008.....	35
Graf 6 Saldo veřejných rozpočtů v letech 2001 – 2008.....	36
Graf 7 Platební a obchodní bilance.....	37
Graf 8 Vývoz a dovoz zboží a služeb v letech 2001 – 2008.....	38
Graf 9 Úroveň HDP na obyvatele podle běžné parity kupní síly EU 12	39
Graf 10 Porovnání tržeb v odvětví (AAA AUTO) a HDP v b. c.....	43
Graf 11 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	45
Graf 12 Porovnání tržeb v odvětví (CETV) a HDP v b. c.....	47
Graf 13 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	50
Graf 14 Porovnání tržeb v odvětví (ČEZ) a HDP v b. c.....	52
Graf 15 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	56
Graf 16 Porovnání tržeb v odvětví (EMC) a HDP v b. c.....	58
Graf 17 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 - 2007	61
Graf 18 Porovnání tržeb v odvětví (ERSTE BANK) a HDP v b. c.....	63
Graf 19 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 - 2007	65
Graf 20 Porovnání tržeb v odvětví (KB) a HDP v b. c.....	67
Graf 21 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	70
Graf 22 Porovnání tržeb v odvětví (ORCO) a HDP v b. c.	73
Graf 23 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	76
Graf 24 Porovnání tržeb v odvětví (PEGAS) a HDP v b. c.....	78
Graf 25 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	80
Graf 26 Porovnání tržeb v odvětví (PHILIP MORRIS) a HDP v b. c.....	82
Graf 27 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	84
Graf 28 Porovnání tržeb v odvětví (TELEFÓNICA) a HDP v b. c.....	87
Graf 29 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	90
Graf 30 Porovnání tržeb v odvětví (UNIPETROL) a HDP v b. c.	93
Graf 31 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	95
Graf 32 Porovnání tržeb v odvětví (ZENTIVA) a HDP v b. c.	97
Graf 33 Vývoj čistého zisku a rentability vlastního kapitálu 2003 – 2007.....	99

11 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 VHA a vývoj kurzu akcií AAA auto group

Příloha č. 2 VHA a vývoj kurzu akcií Central european media enterprises

Příloha č. 3 VHA a vývoj kurzu akcií ČEZ

Příloha č. 4 VHA a vývoj kurzu akcií ECM real estate Investments

Příloha č. 5 VHA a vývoj kurzu akcií Erste Bank der österreichischen Sparkassen

Příloha č. 6 VHA a vývoj kurzu akcií Komerční banka

Příloha č. 7 VHA a vývoj kurzu akcií ORCO property group

Příloha č. 8 VHA a vývoj kurzu akcií Pegas nonwovents

Příloha č. 9 VHA a vývoj kurzu akcií Philip Morris ČR

Příloha č. 10 VHA a vývoj kurzu akcií Telefónica O2 Czech Republic

Příloha č. 11 VHA a vývoj kurzu akcií Unipetrol

Příloha č. 12 VHA a vývoj kurzu akcií Zentiva